FINANZIELLE

TRUSTGESELLSCHAFTEN

INAUGURAL-DISSERTATION

ZUR

ERLANGUNG DER DOKTORWÜRDE

DER

STAATSWIRTSCHAFTLICHEN FAKULTÄT DER UNIVERSITÄT MÜNCHEN

VORGELEGT VON

MAX JÖRGENS

AGRI. LIBRARY

STUTTGART
DRUCK DER UNION DEUTSCHE VERLAGSGESELLSCHAFT
1902

Angenommen von der staatswirtschaftlichen Fakultät der Universität Mün

Referent: Professor Dr. W. LOTZ

Inhaltsverzeichnis

Seite

Quellenverzeichnis V

Einleitung 1

Erster Teil.

Die englischen Trustgesellschaften 11

Erstes Kapitel. Die Investment Trusts. Entstehung, Organisation und Entwicklung 1868—1886 13

Zweites Kapitel. Die Entwicklung der Investment Trusts seit 1887. Die Entstehung der Financial Trusts . . . 26

Drittes Kapitel. Die Minentrustgesellschaften als Hauptvertreter des Typus der Aktienkontrolltrustgesellschaften . 53

Zweiter Teil.

Die deutschen Trustgesellschaften 61

Viertes Kapitel. Wesen, Entstehung und Organisation der deutschen Trustgesellschaften 63

Fünftes Kapitel. Die Eisenbahnrentenbanken oder Eisenbahntrustgesellschaften 77

Sechstes Kapitel. Die Gesellschaften für elektrische Unternehmungen oder Elektrizitätstrustgesellschaften 116

Siebentes Kapitel. Die Industriebanken oder Industrietrustgesellschaften 146

Zusammenfassung und Schluss 155

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41552302_0054

Quellenverzeichnis

Eine eingehendere Betrachtung des Gegenstandes dieser Arbeit — wenigstens der englischen Trustgesellschaften — gibt, soviel mir bekannt geworden, nur Adolf Weber, Depositenbanken und Spekulationsbanken, Leipzig 1902. Da dieses Buch erst nach Fertigstellung vorliegender Arbeit erschien, konnte es im einzelnen nicht mehr benutzt werden.

Im übrigen finden sich kürzere Artikel und Bemerkungen über Trustgesellschaften an folgenden Stellen:

Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Art. „Finanzgesellschaften" (2. Aufl., Bd. III, S. 976).

Ibidem, Art. „Unternehmerverbände" (1. Aufl., Bd. VI, S. 350).

Wörterbuch der Volkswirtschaft (herausg. von Elster), Art. „Finanzgesellschaften" (Bd. I, S. 700).

Nouveau dictionnaire d'économie politique (herausg. von Say u. Chailley), Paris 1891/92, Art. „Trusts" (Bd. II, S. 1120).

Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Bd. 46, Tübingen 1890, S. 114 ff.: „Die Trusts in England und in den Vereinigten Staaten" (i. d. Miszellen).

Die „Industrie", Jahrg. 1889, S. 261: „Die englischen Investment Trusts".

Lotz, Die Technik des deutschen Emissionsgeschäftes, Leipzig 1890, S. 56.

Cohn, Nationalökonomie des Handels und des Verkehrswesens, Stuttgart 1898, S. 153/54.

Das hauptsächliche Material der vorliegenden Arbeit lieferten:

Für die englischen Trustgesellschaften:

1. Zeitschriften.

The Economist, Weekly Commercial Times, London, Jahrg. 1863 ff.

The Bankers', Insurance Managers' and Agents' Magazine (meist zitiert unter „Bankers' Magazine"), London, bes. Jahrg. 1888—1900.

The Investors' Review (herausg. von A. J. Wilson), London 1892 ff.

The Statist, A Journal of Practical Finance and Trade, London, Jahrg. 1890 bis 1900 (dies bes. f. d. Minentrusts).

2. Börsenjahrbücher.

Burdett's Official Intelligence of British, American and Foreign Securities (seit 1899 u. d. Titel: The Stock Exchange Official Intelligence), London, Jahrg. 1887—1900.

Skinner, The Stock Exchange Year-Book, London, Jahrg. 1887—1900.

Skinner, The Mining Manual, London, bes. Jahrg. 1894—1900 (daneben noch vereinzelte Geschäftsberichte).

Für die deutschen Trustgesellschaften:

1. Statuten und Berichte sämtlicher deutschen Trustgesellschaften.

2. Börsenjahrbücher.

Salings Börsenpapiere, Teil II und III, Leipzig, versch. Jahrg.

Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften, Leipzig, versch. Jahrg. (auf diese beiden Quellen ist im Text nur bei wichtigen Stellen im einzelnen verwiesen).

Zeitungen und Zeitschriften.

Besonders: Frankfurter Zeitung, Berliner Börsenzeitung, Berliner Börsen-Courier, Berliner Tageblatt, Vossische Zeitung, Der deutsche Oekonomist, herausg. von Christians, Die Zukunft, herausg. v. M. Harden.

In einzelnen Fällen wurden ausserdem benutzt:

Abraham, Die Ausschreitungen der Witwatersrand-Gold-Shares-Spekulation im Jahre 1894, Berlin 1895.

Aschrott, Die amerikanischen Trusts (Archiv für soziale Gesetzgebung und Statistik, Bd. II, S. 383 ff.).

Aycard, Histoire du Crédit-mobilier, Paris 1867.

Beer, Geschichte des Welthandels im 19. Jahrh., Wien 1864.

Borchardt, Die geltenden Handelsgesetze des Erdballs, Berlin 1884 bis 1887.

Bryce, The American Commonwealth, London 1890.

Carroll, Principles and Practice of Finance, New York und London 1895.

Christians, Die deutschen Emissionshäuser und ihre Emissionen 1886 bis 1891, Berlin 1893.

„Compass", Finanzielles Jahrbuch für Oesterreich-Ungarn, herausg. von S. Heller, Wien, versch. Jahrg.

Eberstadt, Der deutsche Kapitalmarkt, Leipzig 1901.

Ehrenberg, Die Fondsspekulation u. d. Gesetzgebung, Berlin 1883.

Gleim, Gesetz über Kleinbahnen und Privatanschlussbahnen vom 28. Juli 1892, Berlin 1899.

Haarmann, Die Kleinbahnen, Berlin 1896.

Haberstich, Handbuch des schweizerischen Obligationenrechts, Zürich 1884—1887.

Herold, Der schweizerische Bund und die Eisenbahnen, Stuttgart und Berlin 1902 (Münch. volksw. Studien).

Hübner, Die Banken, Leipzig 1854.

Jenks, The Trust Problem, New York 1900.

Journal of the Institute of Bankers, London 1888—1895.

Kautsch, Bank- und Börsenwesen, 2. Aufl., Stuttgart.

Kempin, Die amerikanischen Trusts (Archiv f. bürgerl. Recht, Bd. VII, S. 334 ff.).

Lux, Die wirtschaftliche Bedeutung der Gas- und Elektrizitätswerke in Deutschland, Leipzig 1898.

Manual of Statistics, Stock Exchange Year-Book, New York 1900.

Mitteilungen des Vereins für die Förderung des Lokal- und Strassenbahnwesens, Wien, Jahrg. 1893 und 1894.

Namur, Le Code de Commerce Belge, Brüssel und Paris 1876/77.

Oss, S. F. van, Stock Exchange Values, London 1895.

Palgrave, Dictionary of Political Economy, London 1894 ff.

Philadelphia Securities (Standard Statistical Manual of the Corporation of the City of Philadelphia), Philadelphia 1893.

Raffalovich, Le Marché Financier, Paris, Jahrg. 1894/95 ff.

Recueil financier annuel, Brüssel, Jahrg. 1900/01.

Sachs, Revision des Handelsrechts in Belgien, Zeitschrift f. d. ges. Handelsrecht, Bd. 21 (Beilageheft).

Sattler, Die Effektenbanken, Leipzig 1890.

Sänger, Die englische Rentenschuld und die letzte Konversion derselben (Finanzarchiv, Jahrg. 1891, Bd. I, S. 1 ff.).

Sayous, Les banques de dépôt, les banques de crédit et les sociétés financières, Paris 1901.

Schäffle, Die Anwendbarkeit der verschiedenen Unternehmungsformen. Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Bd. 25 (1869), S. 261 ff.

Schirrmeister, Die englische Aktiennovelle vom 8. August 1900, Berlin 1901.

Simon, Die Bilanzen der Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien, 2. Aufl., Berlin 1898.

v. Unruh, Die Kleinbahnen, Bromberg 1893.

Wagner, Art. „Kreditanstalten“ im Handwörterbuch der Volkswirtschaftslehre von Rentzsch, Leipzig 1866.

Wertheim, Wörterbuch des englischen Rechts, Berlin 1899.

Wirth, Geschichte der Handelskrisen, 4. Aufl., Frankfurt a. M. 1890.

Zeitschrift für Kleinbahnen, herausg. im preuss. Ministerium der öffentl. Arbeiten, Berlin 1894 ff.

Zeitung des Vereins deutscher Eisenbahnverwaltungen, 41. Jahrg., Nr. 68.

Einleitung

Seit einer Reihe von Jahren ist die Bezeichnung „Trust“ allgemein gebräuchlich geworden für jene monopolistischen Vereinigungen von Unternehmungen, welche den Gipfelpunkt der modernen Konzentrationstendenzen auf wirtschaftlichem Gebiete darstellen. Daneben findet man den gleichen Ausdruck — allerdings meist als „Trustgesellschaft“ — in letzter Zeit immer häufiger verwandt in einer anderen Bedeutung, die von der ersten grundverschieden ist. Die englische „Trust Company“, die deutsche „Trustgesellschaft“, von der im folgenden die Rede sein soll, ist eine Assoziationsform finanziellen Charakters; mit der erstgenannten hat sie nichts als die ursprüngliche rechtliche Organisation und den daraus herrührenden Namen gemeinsam. Wenn man die hauptsächlichen Eigentümlichkeiten der Finanzinstitute, welche nach heutigem Sprachgebrauch unter den Begriff Trustgesellschaft fallen, kurz charakterisieren soll, so könnte man sie vielleicht bezeichnen als Gesellschaften zum Erwerb von Wertpapieren, vorwiegend zur Beteiligung an Aktiengesellschaften, und zur Ausgabe eigener Aktien und Obligationen auf Grund der besessenen Effekten.

Es erhellt jedoch ohne weiteres, dass diese allgemeine Charakterisierung in gewissem Sinne an der Oberfläche der in

Frage stehenden Erscheinung haften bleibt, indem der Schwerpunkt der Bedeutung in dem wirtschaftlichen Zweck des Wertpapiererwerbes liegt, der ein sehr verschiedener sein kann[1]). Hauptsächlich zwei Tendenzen treten dabei hervor, nach welchen man die Trustgesellschaften in zwei besondere Typen scheiden kann:

Im ersten Fall liegt der Schwerpunkt des Effektenerwerbes in einer möglichst günstigen Kapitalanlage für gemeinsame Rechnung der Gesellschafter. Diese erreicht man dadurch, dass man eine grosse Zahl hochverzinslicher, aber dafür riskanterer Wertpapiere ankauft; die mit dem Besitz eines solchen Effekts verknüpfte Gefahr soll durch die Verteilung des Risikos auf viele verschiedene Wertpapiere möglichst verringert werden. Derartige Gesellschaften pflegt man in England als „Investment Trusts", bezw. als „Investment Trust Companies", d. h. „Trusts zur Kapitalanlage" zu bezeichnen.

Diesen kann man als zweiten Typus eine andere Art von Trustgesellschaften gegenüberstellen, bei welchen der Zweck des Wertpapiererwerbes nicht in der Kapitalanlage für die Mitglieder, sondern in gewissen Effektengeschäften und dem hieraus zu ziehenden Gewinn besteht. In dieser Form sind die Trustgesellschaften eine Art von „Finanzgesellschaft", wie sie Lexis nach englischem und französischem Muster genannt hat. Im Vordergrund steht bei ihnen das Finanzierungsgeschäft, die Kapitalbeschaffung für Aktienunternehmungen. Diese kann nun auf doppelte Weise geschehen:

---

[1]) Auch die amerikanischen Industrietrusts haben gegenwärtig meist die äussere Form einer Aktiengesellschaft, welche die Anteile der fusionierten Unternehmungen besitzt. Trotzdem wird man diese Aktiengesellschaften nicht als „Gesellschaften zum Erwerb von Wertpapieren" bezeichnen, worin, wie ich hoffe, der speziell finanzielle Charakter der Trustgesellschaften genügend zum Ausdruck kommt.

entweder durch Erwerb der Effekten zum Zweck des Wiederverkaufs mit Gewinn, d. h. in der Regel durch börsenmässige Emission — oder aber, wenn diese nicht tunlich ist, durch dauernden Besitz der Titres unter gleichzeitiger Hinausgabe eigener Aktien und Obligationen an deren Stelle. Im letzteren Fall rührt der Gewinn der Gesellschaft her aus der Differenz zwischen dem eingenommenen Erträgnis der Effekten und dem zu bezahlenden Zinse der dafür in Umlauf gesetzten Schuldverschreibungen. In England hat man diese Art von Trusts wohl den Investment Trusts als „Financial Trusts" oder „Finanzierungstrusts" gegenübergestellt[1]); sie sind dort aber nur als eine zeitweilige Entartung der ersteren Form aufzufassen, während Gesellschaften derartigen Charakters in Deutschland als „Trustgesellschaften" eine weitere Verbreitung finden: ihr Zweck ist in erster Linie die Kapitalbeschaffung für solche Unternehmungen, deren Anteile nur eine beschränkte Absatzmöglichkeit besitzen und durch Ausgabe von Aktien oder Obligationen der Trustgesellschaft indirekt umlaufsfähig gemacht werden. In gewissem Sinne kann dieses Geschäft mit dem unserer Hypothekenbanken verglichen werden, jedoch mit dem Unterschied, dass die Anlagen des Finanzinstituts hier Hypotheken, dort Effekten sind, dass ferner die dagegen ausgegebenen Wertpapiere im einen Fall lediglich aus Obligationen, im anderen aber oft zum Teil auch aus Aktien bestehen[2]).

Diese Form von Emission war nun kein absolutes wirt-

---

[1]) „Financial Trust" wird meist synonym mit „Investment Trust" im Sinne von „finanzieller Trust" gebraucht; eine Anregung, jene Bezeichnung in der Bedeutung von „Finanzierungs"-Trust — vgl. den Ausdruck „Financial Company", d. h. Finanzierungsgesellschaft — zu verwenden und dem Investment Trust gegenüberzustellen, findet sich in der Investors' Review, 1892, Bd. I, S. 49.

[2]) Vgl. Lotz, Die Technik des deutschen Emissionsgeschäftes, S. 56.

schaftliches Novum. Wer mit der Geschichte unseres modernen Bankwesens einigermassen vertraut ist, wird sich erinnern, dass sich solche Ideen schon um die Mitte des 19. Jahrhunderts bei einem berühmten oder auch berüchtigten Finanzinstitut fanden: beim Pariser „Crédit Mobilier" des Jahres 1852 [1]).

Tatsächlich hat diese Bank zwar ihren Schwerpunkt in dem gewöhnlichen Effektenemissionsgeschäft im modernen Sinne gefunden, weshalb sie auch vielfach als das Muster unserer heutigen Effektenbanken gilt. Ihr ursprünglicher Plan aber entspricht fast genau dem einer riesigen Trustgesellschaft, die einerseits dem Staate Kredit, andererseits dem Handel und der Industrie Kapitalien besorgen sollte, indem sie Staatspapiere, sowie Anteile von Handels- und Industrieunternehmungen erwarb und dafür eigene Obligationen in Umlauf setzte. Demgemäss lauteten auch die Bestimmungen über die Geschäftszweige der Gesellschaft in den Statuten [2]):

„Art. 5. Les opérations de la Société consisteront:

1° A souscrire ou acquérir des effets publics, des actions ou des obligations dans les différentes entreprises industrielles ou de crédit, constituées en sociétés anonymes, et notamment dans celles de chemin de fer . . . . .

2° A émettre, pour une somme égale à celle employée à ces souscriptions et acquisitions ses propres obligations."

Bekanntlich ist aber die wirkliche Geschäftsführung des Crédit Mobilier eine ganz andere gewesen. Da ihm der Verkauf der Anteile seiner Gründungen durch die im Preise

---

[1]) Vgl. Aycard, Histoire du Crédit Mobilier. — Sattler, Die Effektenbanken.

[2]) Aycard a. a. O., S. 7. — Aehnliche Ideen fanden sich übrigens, wenn auch weniger scharf formuliert, schon bei der Brüsseler „Société générale pour favoriser l'industrie nationale", gegründet 1822, und der „Banque de Belgique", gegründet 1835, vgl. Hübner, Die Banken, S. 170 ff., 179 ff.

kapitalisierte Rente und die Möglichkeit der Neuverwendung des frei gewordenen Kapitals zu gleichem Zweck natürlich einen viel höheren Gewinn einbrachte, als der dauernde Genuss der Dividende der besessenen Wertpapiere, abzüglich des Zinses der aufgenommenen Obligationenschuld, so liess er die ursprüngliche Theorie fallen und verlegte sich auf das Emissionsgeschäft. Infolgedessen war er gar kein Crédit Mobilier im Sinne seines eigenen Programms, was Adolph Wagner veranlasste, den Typus eines „Zukunfts-Crédit Mobiliers“ [1]) aufzustellen, welcher in unseren Trustgesellschaften in mehrfacher Beziehung verwirklicht worden sein dürfte. — Allerdings darf ein Unterschied nicht unbeachtet bleiben: der Crédit Mobilier wollte die zum Erwerb der Wertpapiere nötigen Mittel lediglich durch Ausgabe von Obligationen aufbringen — bei den englischen Trustgesellschaften jedoch dienen die letzteren höchstens zur Verstärkung des Aktienkapitals, aus welchem im wesentlichen der Effektenerwerb stattfindet [2]).

Dies ist bei Betrachtung der deutschen Trustgesellschaften im Auge zu behalten; es wird sich dort zeigen, dass ein Teil von ihnen in dieser Beziehung dem Crédit Mobilier näher verwandt ist, wozu noch der Umstand tritt, dass auch ein historischer Zusammenhang mit demselben nach den vorhandenen Daten mindestens durchaus möglich erscheint.

Aus dieser kurzen Charakteristik geht wohl schon zur

---

[1]) Wagner, Art. „Kreditanstalten“ bei Rentzsch, Handwörterb. d. Volkswirtschaftslehre, S. 203.

[2]) Völlig fern liegen den englischen Trustgesellschaften natürlich auch jene sozialistischen Tendenzen, die bei der Errichtung des Crédit Mobilier von grossem Einfluss gewesen waren. Als Zentralfinanzinstitute eine herrschende Stellung in der nationalen Produktion zu erlangen, haben sie nie, wie ursprünglich jener, beabsichtigt. Die von ihnen besonders vertretenen Jdeen der Dividendenausgleichung und der Finanzierung von Unternehmungen durch Erwerb ihrer Anteile und Ausgabe von Obligationen an deren Stelle finden sich dagegen auch schon bei dem Pariser Institute.

Genüge hervor, welche tiefgreifende Verschiedenheit zwischen den amerikanischen Industrietrusts und den englischen Finanzgesellschaften besteht. Trotzdem aber hat sich besonders seit den 90er Jahren des vergangenen Jahrhunderts in England eine Art von Unternehmungen herausgebildet, die man auch als Trusts bezeichnet und denen man eine gewisse Mittelstellung zwischen diesen beiden anweisen könnte: es sind dies die Trustgesellschaften des Goldbergbaues, besonders Südafrikas und Westaustraliens, die sogen. „Minentrustgesellschaften".

Um dieselben mit den englischen und den amerikanischen Trusts vergleichen zu können, muss man sich das Wesen auch der letzteren kurz vor Augen führen, vor allem, da man es hier mit einer nicht völlig einheitlichen Erscheinung zu tun hat.

Zunächst: Was heisst überhaupt „Trust", und wie kommt dieses Wort dazu, so gänzlich verschiedenen Erscheinungen als Bezeichnung zu dienen?

Trust bedeutet ursprünglich keine wirtschaftliche, sondern eine rechtliche Institution.

„Trustee" [1]) — der deutsche „Treuhänder" — ist im englisch-amerikanischen Recht eine Vertrauensperson, der man eine Vermögensmasse zur Verwaltung überträgt, zu Nutz und Frommen eines dritten; „Trust" ist die ihr als Vertrauensperson übertragene Pflegschaft oder auch das ihr anvertraute Gut; die „Deed of Trust" ist die Urkunde, durch welche ein Trust errichtet wird.

Häufige Anwendung fand dieses Rechtsinstitut besonders im Familien- und Erbrecht; es drang aber auch ins Gesellschaftsrecht ein und wurde in England zur Organisation der erwähnten Investment Trusts verwandt. Die Bezeichnung „Trust Company" oder „Trustgesellschaft" entstand dann später,

---

[1]) Wertheim, Wörterbuch des engl. Rechtes, S. 548 ff.

als man die ursprüngliche Form mit der der Aktiengesellschaft vertauschte.

Während diese Gesellschaften aber bisher wenig Beachtung fanden, wurde der Ausdruck Trust dann weit bekannt durch jene amerikanischen Riesenkartelle, welche sich seit den 80er Jahren des 19. Jahrhunderts anfänglich mit Hilfe desselben Rechtsinstitutes organisierten [1]):

Länger schon gab es in Amerika Syndikate und Kartelle; aber ihre Organisation auf dem Wege des Vertrages erwies sich vielfach als wenig dauerhaft. Daher kam man auf den Gedanken, mittels eines Trust einen engeren Zusammenschluss herbeizuführen. Dies geschah folgendermassen: man ernannte die Leiter jener Kartelle zu Treuhändern und übertrug ihnen die Aktien der einzelnen Unternehmungen gegen Ausstellung von Zertifikaten. Dadurch wurde in ihren Händen eine wirtschaftliche und rechtliche Macht über ganze Industriezweige vereinigt, die zu monopolistischer Beherrschung des Marktes dienen konnte.

Diese Industrietrusts sind zwar die berühmteste, aber weder die einzige, noch die älteste Anwendung des Trustrechtes auf das amerikanische Aktienwesen.

Beachtenswert sind besonders auch für den vorliegenden Gegenstand die sogen. „Aktienkontrolltrusts“ [2]):

Es erscheint oft im Interesse einer oder mehrerer Aktiengesellschaften, zur Durchführung einer bestimmten Geschäftspolitik, von Rekonstruktionen, Vereinigungen u. dergl. eine dauernde Majorität der Aktionäre herzustellen und dadurch das Aufkommen von Gegenströmungen in den Kreisen der wechseln-

---

[1]) Der erste Trust dieser Art war bekanntlich der „Standard Oil Trust“, gegründet 1882; vgl. darüber Aschrott, Die amerikan. Trusts (Archiv f. soziale Gesetzgeb. u. Statist. Bd. II, S. 383 ff.).

[2]) Kempin, Die amerikan. Trusts (Archiv f. bürgerl. Recht, Bd. VII, S. 342). — Jenks, The Trust Problem, S. 115—116.

den Anteilseigner zu verhindern. Einige derselben — natürlich meist Grossaktionäre — liessen sich deshalb zu sogen. „stimmführenden Treuhändern oder Geschäftsleitern“ [1]) ernennen, denen die Aktien der übrigen — wie im obigen Falle — gegen Zertifikate übergeben wurden; auf diese Weise wurde das Anteilsrecht ohne das zugehörige Stimmrecht übertragbar gemacht. Diente diese Verschiebung vielfach dem Gedeihen der einzelnen Aktiengesellschaft, so konnte sie aber auch ebenso leicht den Interessen der dann unumschränkten Aktieninhaber nutzbar gemacht werden. Gerade letzteres scheint nun in Nordamerika schon seit langer Zeit oft vorgekommen zu sein. Besonders die Eisenbahnmagnaten sollen sich dieses Mittels mehrfach bedient haben, um ihre Gewalt über eine oder mehrere Linien zu verstärken. Einmal Herren derselben, konnten sie dann leicht mit dem Kapital und den Obligationen ihrer Bahngesellschaften Neben- und Anschlusslinien oder sogar Konkurrenzunternehmungen aufkaufen. Dies kann natürlich auch zur Beschränkung des Wettbewerbes und Verschmelzung der Betriebe führen; in den meisten Fällen handelt es sich aber wohl mehr um eine „Kontrolle“ in finanzieller Beziehung, die einträgliche Effekten- und Emissionsgeschäfte auf dem beherrschten Teil des Wertpapiermarktes ermöglicht [2]).

Eine starke Aehnlichkeit der Tendenzen, wenn auch nicht der äusseren Form, tritt nun bei den erwähnten Minentrustgesellschaften hervor. Sie äussert sich vor allem in einer planmässigen Beherrschung der Minenindustrie besonders in finanzieller Hinsicht und zwar mit Hilfe von Trustgesellschaften, welche die Anteile der einzelnen Unternehmungen besitzen. Es erscheint daher angebracht, dieselben als „Aktienkontrolltrustgesellschaften“ zu bezeichnen,

---

[1]) „Voting Trustees“ oder „Voting Managers“.

[2]) Vgl. auch Bryce, The American Commonwealth, Bd. II, S. 522 ff.

welche somit einen dritten, aber natürlich eine gesonderte Stellung einnehmenden Typus der in England auftretenden Trustgesellschaften bilden.

Bevor wir nun an die Einzelbetrachtung der beiden Hauptgebiete dieser Arbeit: der englischen und der deutschen finanziellen Trustgesellschaften herantreten, erübrigt noch eine kurze Erklärung darüber, dass wir hier die in der Praxis übliche, jedoch wenig schöne Bezeichnung „Trustgesellschaft" nicht durch die sprachlich bessere „Treuhandgesellschaft" ersetzten. Der Grund dafür ist der, dass dieses Wort sich bereits für eine Erscheinung eingebürgert hat, die von der unserigen scharf zu trennen ist: In einigen englischen Kolonien — z. B. in Australien und in der Kapkolonie — vorzüglich aber in Nordamerika gibt es seit langer Zeit Gesellschaften, die es sich zur Aufgabe machen, als Treuhänder im juristischen Sinne des Wortes zu fungieren [1]). Sie entsprangen der Beobachtung, dass der Verwaltung dieses Amtes durch einzelne Personen viele Mängel anhafteten, die aus Unkenntnis der gesetzlichen Rechte und Pflichten, Krankheit und Tod, Nachlässigkeit oder Unredlichkeit des Treuhänders herrühren konnten.

In den Vereinigten Staaten wurden sie gesetzlich geregelt, in ihrer Tätigkeit auf einen kleinen Wirkungskreis beschränkt, der Kontrolle des „State Banking Department" unterstellt und zu weitgehender Publizität ihres Geschäftsganges gezwungen. Infolgedessen boten diese „Trustee Companies", „Trust Companies" oder „Treuhandgesellschaften" eine viel höhere Sicherheit bei der Ausführung ihres Amtes, besonders bei Verwaltung von Vermögensmassen, als ein einzelner Treuhänder. — In

---

[1]) Carroll, Principles and Practice of Finance, S. 150 ff. — Bankers' Magazine, 1886, S. 483 ff. — Kempin a. a. O., S. 339. — Journal of the Institute of Bankers, 1888, S. 295 ff.

letzter Zeit haben sie eine grössere Bedeutung erlangt durch ihre Mitwirkung bei der Bildung und Reorganisation von Aktiengesellschaften. Sie dienen als Revisoren des Gründungsaktes, als Pfandhalter für die Obligationäre, als Finanzagenten für Einlösung der Dividendenscheine und Umschreibung der Aktien. Oft nehmen sie die Reorganisation einer Aktiengesellschaft selbst in die Hand, indem sie sich deren Anteile als Trust übertragen lassen, die Sanierung nach eigenem Plane durchführen und die neuen Stücke ausgeben. Da sie auch Depositen annehmen, findet man sie in amerikanischen Lehrbüchern über Bankwesen vielfach unter die „Depositenbanken" gerechnet.

Ein derartiges Institut findet sich nun auch in Deutschland unter dem Namen „Treuhandgesellschaft" [1]). Derselbe rechtfertigt sich insofern, als diese Gesellschaft tatsächlich als Treuhänder auftreten will, während bei unseren Trustgesellschaften die Uebersetzung eines nur historisch zu verstehenden Namens sachlich bedeutungslos wäre [2]).

---

[1]) Deutsche Treuhandgesellschaft zu Berlin, gegründet 1890, vgl. später S. 76, Anm. 2.

[2]) Selbst in England erinnert man sich heute des Ursprunges der Bezeichnung „Trust Company" vielfach nicht mehr; das Journal of the Institute of Bankers spricht (1892, S. 588) von „companies, called — for some unexplained reason — trust companies".

Erster Teil

Die englischen Trustgesellschaften

Erstes Kapitel

Die Investment Trusts. Entstehung, Organisation und Entwicklung 1868—1886

Die Entstehung der englischen Trustgesellschaften nimmt ihren Ausgang von einer Form von Kapitalistenvereinigung zum Zweck gemeinsamer Kapitalanlage in Wertpapieren, wie sie gegen Ende der 60er Jahre des 19. Jahrhunderts in England auftauchte. Es handelte sich dabei um die Verwirklichung folgender Idee [1]): Wollte ein Kapitalist sein Vermögen in Staatspapieren anlegen, so hatte er die Wahl zwischen den niedrig — damals etwa mit 3¼% p. a. [2]) — verzinslichen einheimischen Anleihen, die ihm die grösstmögliche Sicherheit boten, und den oft 6, 7, 8% tragenden Obligationen mancher ausländischen Staaten und Kommunalverbände, deren Solidität dafür aber vielfach sehr zweifelhaft war. Ein vermögender und zugleich sachkundiger Kapitalist konnte nun diese hohe Verzinsung geniessen, ohne das dementsprechende ganze Risiko zu tragen, indem er möglichst viele verschiedene Wertpapiere in möglichst kleinen Beträgen erwarb. Seine Zinseinnahme reichte infolge der darin steckenden hohen Risikoprämie aus zur Bildung eines Reservefonds, aus dem ein eventueller Einkommens- oder Kapitalausfall zu decken war. Da dieser aber nur eine geringe Quote seiner Einkünfte bezw. seines Vermögens treffen konnte, so brauchte für die jährliche Rücklage nur ein Teil der empfangenen Risikoprämie verwandt zu werden; der Rest bildete dann zusammen mit dem eigentlichen Zinse das Ein-

[1]) Economist, 1868, S. 346.

[2]) Kurs der 3%igen englischen Konsols 1868 etwa 92—93%.

kommen, welches so leicht das Anderthalbfache oder Doppelte der Verzinsung der englischen Konsols erreichte. Einerseits gehörte nun aber zu dieser Art der Anlage eine gewisse Sachkenntnis bei der Auswahl und Verwaltung der Wertpapiere, andererseits aber vor allem eine gewisse Grösse des anzulegenden Kapitales. Der kleine Mann, dessen Mittel höchstens zum Erwerb von zwei oder drei verschiedenen Staatsobligationen ausgereicht hätten, fand bei dieser Anlageform eine so geringe Sicherheit, dass er sich bei grosser Vorsicht in seiner Vermögensverwaltung mit der niedrigeren Verzinsung einheimischer Wertpapiere begnügen musste. Andere, die diese Praxis nicht befolgten, gingen an ihren Spekulationen schnell zu Grunde.

Um ihrem kleinen Besitz nun die Vorteile des grossen Kapitales zu gute kommen zu lassen, vereinigte sich eine grössere Zahl kleiner Kapitalisten, um ihre zusammengeschossenen Gelder gemeinsam verwalten zu lassen unter der rechtlichen Form eines englischen Trust.

Seine Organisation war folgende[1]: Man ernannte einige erfahrene und zuverlässige Börsenmänner zu Treuhändern, welche im Auftrage der beteiligten Kapitalisten Wertpapiere erwarben. Ihre Befugnis bezüglich deren Auswahl war bei den meisten Trusts statutarisch nach zwei Seiten begrenzt: erstens war die Art der Staatspapiere, Kommunalanleihen, staatlich garantierten Eisenbahnobligationen u. dergl., welche gekauft werden durften, bestimmt: zweitens war eine bestimmte Summe angegeben — meist ein Bruchteil von $^1/_{20}$ bis $^1/_{10}$ des Kapitals — welche höchstens in einem einzelnen Wertpapier angelegt sein durfte. Die Aufbewahrung der Effekten geschah in Stahlkammern unter Verschluss der Treuhänder oder im offenen Depot bei einer Bank. Zur Orientierung der Trustteilhaber über den Stand ihres Vermögens fand eine periodische Veröffentlichung der Bestände statt. Unterstützt und überwacht wurden die Treuhänder bei diesen Funktionen durch ein Komitee der Beteiligten.

---

[1]) Ueber die Organisation der Trusts vgl. die Prospekte im Economist 1871—1873, z. B. 1871, S. 528; 1872, S. 224, 732, 1544; 1873, S. 334.

Diese letzteren erhielten über ihre Beteiligungen, die bar bezahlt oder auch in Wertpapieren eingebracht sein konnten, Zertifikate von einem bestimmten Nominalbetrag und einem festen Zins von 5—6 % p. a., der durch beigegebene halbjährige Coupons erhoben wurde.

Der Gewinn, der natürlich in erster Linie aus der Verzinsung der vom Trust besessenen Anleihen, dann aber auch aus der Parirückzahlung niedriger gekaufter Obligationen herrührte, wurde verwandt: erstens zur Bestreitung der Geschäftsunkosten; zweitens zur Verzinsung der Zertifikate; drittens mit dem gesamten Rest zur alljährlichen Auslosung und Tilgung von Zertifikaten. Da man sein Kapital nicht dauernd im Trust festlegen wollte, liess man ihn sich durch diese Amortisation — welche gleichzeitig den Reservefonds darstellte — allmählich selbst zurückzahlen, beschränkte aber ausserdem seine Maximaldauer auf 20—30 Jahre. Hatte die Gesellschaft nun alle Beteiligungen getilgt oder das betreffende Alter erreicht, so sollte das Vermögen realisiert und pro rata auf die Anteilseigner verteilt werden. Die Besitzer der schon amortisierten Zertifikate legitimierten sich durch eine besondere Art von Coupon, der den Zertifikaten beigegeben war und bei deren Auslosung zurückbehalten wurde. Man bezeichnete ihn als „Reversion-Coupon“, was etwa unserem „Genussschein“ entspricht, mit dem er auch einige Aehnlichkeit besitzt.

Sollte einmal der Gewinn nicht zur Bezahlung der Zertifikatzinsen hinreichen, so hatte der notleidende Coupon den ersten Anspruch auf den Reingewinn des folgenden Jahres.

Ein festes Nominalkapital hatte der Trust meist nicht; es wurde vielmehr vereinbart, dass er nur bei der Zeichnung eines bestimmten Mindestkapitales zu stande kommen, einen Maximalbetrag aber nicht überschreiten sollte. Jeder Trust wurde durch eine besondere Trust-Deed geschaffen und bildete eine gesonderte Vermögensmasse für sich. War das Maximalkapital ausgegeben, und es bestand im Publikum noch Nachfrage nach weiteren Zertifikaten, so gab es nur den Ausweg, unter derselben Leitung und mit demselben Statut einen neuen

selbständigen Trust zu errichten, dessen Vermögen aber dann von dem des früheren völlig getrennt war [1]).

Der erste Vertreter dieses Typus in England war der 1868 gegründete „Foreign and Colonial Government Trust"; wie das nebenstehende Verzeichnis seiner Effekten illustriert, hatte er seine Kapitalien in 18 ausländischen Staatsanleihen angelegt, von denen keine mehr als 10 % seiner Mittel in Anspruch nahm.

Die erzielten Resultate entsprachen vollkommen den Erwartungen; die Coupons wurden regelmässig bezahlt, und jährlich eine bedeutende Anzahl von Zertifikaten eingelöst [2]).

Die günstige Aufnahme, welche infolgedessen das Unternehmen fand, sowohl bei kleinen Leuten, welche die hohen Zinsen geniessen wollten, als auch bei grösseren Kapitalisten, welche froh waren, sich der Mühe der Wertpapierverwaltung entledigen zu können, regte bald zu Nachahmungen und Uebertragung des neuen Prinzipes auf andere Gebiete an. Von den staatlich garantierten Eisenbahnobligationen als Anlagewerten ging man zu einfachen Obligationen, dann zu Vorzugsaktien, schliesslich zu erstklassigen Eisenbahnstammaktien, zu Telegraphengesellschaftsanteilen und am Ende zu allen möglichen sonstigen Wertpapieren über. Während vorher die Trusts nur Effekten mit *festem* Zins besessen hatten und mittels ihres Verteilungsprinzips nur für die nötige *Sicherheit* der Einkünfte zu sorgen hatten, wurde es jetzt, nachdem sie besonders Wertpapiere mit *schwankendem* Erträgnis erwarben, ihre Hauptaufgabe, die letzteren untereinander *auszugleichen*. Da aber trotzdem eine immer gleiche Verzinsung des gesamten Kapitales in jedem Jahre kaum zu erwarten war, so teilte man bei einzelnen Trusts dasselbe sozusagen in Anlagewerte erster und zweiter Güte [3]): man schuf „Preferred Certificates" — Vorzugszertifikate — die ein Vorrecht auf Zins- und Kapitalrückzahlung hatten und jährlich ausgelost wurden; und „Deferred

[1]) So entstanden der „First", „Second", „Third" Scottish Investment Trust; der Foreign and Colonial Government Trust „First, Second etc. Issue", alles selbständige Trusts.

[2]) Economist, 1871, S. 528 (Prospekt).

[3]) Economist, 1872, S. 224.

Kapitalanlage des Foreign and Colonial Government Trust, First Issue, 1868, im Betrage von 1 000 000 £ [1])

Bezeichnung des Effekts	Zinsfuss %	Ungefährer Kurswert in Prozenten des Kapitales	Betrag des darin angelegten Kapitales £	sh.	d.
Argentinische Staatsanleihe .	6	73	39 939	10	—
Oesterreichische „	5	66 (?)	59 976	—	—
Brasilianische „	5	72	34 983	—	—
Chilenische „	6	89	49 959	—	—
„ „	7	98	49 949	—	—
Donau-Fürstentümer Staatsanleihe	8	72	59 904	—	—
Aegyptische Staatsanleihe .	7	87	49 998	10	—
„ Staatseisenbahnanleihe	7	90	49 968	15	—
Italienische Staatsanleihe .	5	73	99 997	10	—
Neuschottländische Kolonialanleihe	6	100	35 480	15	—
Neusüdwales Kolonialanleihe	5	96	14 949	—	—
Peruanische Staatsanleihe .	5	78	99 981	—	—
Portugiesische „	3	39	49 974	15	—
Russische „	5	87	80 027	6	2
Spanische „	3	35	99 942	3	—
Türkische „	5	33	59 967	10	—
„ „	6	56	39 963	—	—
Vereinigte Staaten Staatsanleihe	verschiedene		24 949	19	5
		Summa:	999 910	13	7

Certificates“ — gewöhnliche Zertifikate — auf die der Rest des Gewinnes entfiel, die also in erster Linie das Risiko zu tragen hatten, aber dafür allein an der schliesslichen Vermögensverteilung teilnahmen. Auf diese Weise suchte man über eine eventuelle Ungleichheit der Einkünfte hinwegzukommen.

[1]) Economist, 1868, S. 346. — Die Kurse sind ergänzt nach dem Kurszettel der betreff. Nummer (S. 362).

Es ist jedoch nicht zu leugnen, dass durch die Veränderung in der Organisation der Trusts auch in deren ursprüngliche Idee ein neues Moment hineinkam. Bisher hatte dieselbe einfach eine Anwendung des alten Prinzips genossenschaftlicher Vereinigung der Schwachen auch auf die Vermögensanlage dargestellt; die Effektenversicherung hatte auf Gegenseitigkeit beruht. Jetzt aber übernahm ein Teil der Gesellschafter einen grösseren Teil des Risikos und näherte sich dadurch der Stellung von Geschäftsunternehmern, welche die übrigen für ihre Rechnung gegen Effektenverluste versichern.

Es scheint nun, als ob die Rechtsform eines Trust den Gesellschaften, als sich ihre Zahl vermehrte, zu unbehilflich geworden sei, z. B. dadurch, dass ein Trust keine Obligationenschuld kontrahieren konnte. Auch hatte man schon von Anfang an Bedenken gegenüber der Verfügungsfreiheit der Treuhänder über die Kapitalanlage der Gesellschaften; denn innerhalb der angeführten Beschränkungen [1]) konnten sie natürlich die mannigfachsten An- und Verkäufe von Wertpapieren vornehmen [2]). Infolgedessen versuchte man es bei einigen der neuentstehenden Gesellschaften mit der gelenkigeren Form der Aktiengesellschaft. Allgemein aber wurde die Umwandlung in solche, als 1879 die Legalität der ursprünglichen Form angefochten wurde [3]). Nach englischem Recht muss nämlich jede auf Gewinn ausgehende Gesellschaft mit über 20 Mitgliedern sich eine korporative Verfassung geben — sonst ist sie illegal [4]).

Es wurde nun behauptet, der Trust sei eine Gesellschaft, welche durch Erwerb von Spekulationspapieren einen Gewinn erzielen wollte. — Demgegenüber erklärten die Treuhänder, die Trusts seien überhaupt keine Gesellschaften, denn sie kämen zu stande durch eine Reihe von individuellen Abmachungen zwischen den Treuhändern und den einzelnen Kapitalisten, die zu beliebigen Zeitpunkten einem Vertrauensmann die Anlage

---

[1]) Vgl. oben S. 14.

[2]) Economist, 1868, S. 346.

[3]) Economist, 1880, S. 852; 1881, S. 1525. Bankers' Magazine, 1880, S. 837.

[4]) Wertheim a. a. O., S. 139.

ihres Vermögens auf dessen Anerbieten hin übertrügen. Ferner handele es sich dabei nicht um die Erzielung eines Gewinnes, sondern um eine möglichst günstige Kapitalanlage.

Danach wurde ihre Rechtsgültigkeit schliesslich anerkannt — inzwischen aber hatten sich alle Trusts mit einer Ausnahme bereits in Aktiengesellschaften als „Trust Companies“ oder „Trustgesellschaften“ verwandelt.

An die Stelle der Treuhänder treten nun die Direktoren der Aktiengesellschaft [1]). Wenn man, wie dies in einzelnen Fällen geschah, noch Treuhänder beibehielt, so hatten sie die Funktion, die Wertpapiere aufzubewahren und nur zu einem dem Statut entsprechenden Zweck herauszugeben, die Veröffentlichungen der Bestände auf ihre Richtigkeit zu prüfen, überhaupt eine allgemeine Kontrolle auszuüben. Der Schwerpunkt der Verwaltung ruht aber jetzt bei den Direktoren, welchen die Kapitalanlage obliegt.

Wenn man durch die Organisation der Aktiengesellschaft die Befugnisse der leitenden Stellen in geeigneter Weise zu beschränken gehofft hatte, so erwies sich dies späterhin als irrtümlich. Statt in ihrer Verfügungsfreiheit über die Kapitalanlage beschränkt zu werden, erlangten die Direktoren vielmehr allmählich immer grössere Machtvollkommenheit. Sie haben sich bei dem Effektenerwerb allerdings nach dem Statut zu richten; während aber bei den älteren Gesellschaften meist nur bestimmte Kategorien von Wertpapieren als Anlage vorgesehen sind, tritt zu diesen Bestimmungen später der typische Zusatz „and other securities“, welcher die vorhergehenden Festsetzungen bedeutungslos macht. Dagegen ist die in je einem Wertpapier anzulegende Summe meist auf einen Bruchteil des Gesellschaftskapitales beschränkt. — Daneben sind nun noch Geschäftsarten vorgesehen, die sich an diese Wertpapiergeschäfte anschliessen, meist aber nur von geringer Bedeutung sind, so z. B. Beleihung von Wertpapieren, Verwaltung von Effekten im offenen,

---

[1]) Ueber die Organisation der Gesellschaften vgl. die meist auf den Umschlagseiten d. Economist abgedruckt. Prospekte, z. B. 1873, v. 22. November; 1874, v. 28. Februar; 1881, v. 2. April; 1888, v. 14. April; 1889, v. 9. November.

Aufbewahrung im geschlossenen Depot, kommissionsweise Einlösung von Coupons und Dividendenscheinen, Anlage flüssiger Mittel im Wechseldiskont u. dergl. [1]).

Die Art der Kapitalbeteiligung an der Trustgesellschaft aber, welche, von genossenschaftlicher Gleichheit ausgehend, sich dann in zwei verschiedene Formen gespalten hatte, die in ungleichem Grade an Gewinn und Verlust teilnahmen, differenzierte sich mit dem Uebergang zur Aktiengesellschaft noch weiter. Zu den Vorzugsaktien — Preferred Shares — welche die früheren Vorzugszertifikate, und den Stammaktien — Ordinary Shares — welche die gewöhnlichen Zertifikate ersetzten, traten nunmehr die Obligationen — Debentures. Diese bilden jetzt die eigentlich erstklassigen Anlagepapiere; damit ist das System der Kapitalanlageversicherung aber völlig von einer Gegenseitigkeitsversicherung zu einer solchen auf Aktien geworden.

Zur Sicherung der Obligationen ist in den Statuten meist bestimmt, dass sie nur bis zu einem Bruchteil des gezeichneten Aktienkapitales ausgegeben werden dürfen. Sie sind von seiten des Inhabers unkündbar und werden in der Regel nach einem bestimmten Plane getilgt. Eine Verpfändung einzelner Effekten

---

[1]) Bankers' Magazine, 1893, Bd. II, S. 165 ff. — Um die Mitte der 80er Jahre — also lange nach Errichtung der ersten Trustgesellschaften — wurde in England hie und da der Wunsch nach „Treuhandgesellschaften" im eigentlichen Sinne laut, wie sie in einigen englischen Kolonien und in Amerika bestanden (vgl. oben S. 9 ff.). Grund dafür waren wie dort die natürlichen Mängel, welche der Ausübung dieses Amtes durch eine einzelne Person anhafteten. Da es sich dabei meist um die Verwaltung von in Effekten angelegten oder anzulegenden Kapitalien handelte, so lag es nahe, dass einzelne unserer Trustgesellschaften diesen mit dem ihrigen ja nahe verwandten Geschäftszweig aufnahmen. Derselbe hat aber auch bei den wenigen Gesellschaften, bei welchen er vorkam, nur den Charakter einer Nebenbeschäftigung gehabt. Dies gilt sogar für die Trustees' Executors' and Securities Insurance Corporation, die 1886 ursprünglich als „Treuhandgesellschaft" gegründet worden war, aber, wie auf S. 32 gezeigt ist, zu einer reinen Spekulationsgesellschaft wurde. Die damals angeregte Ausbildung von „Treuhandgesellschaften" scheint überhaupt in England in den ersten Anfängen stecken geblieben zu sein. (Journal of the Institute of Bankers, 1888, S. 295 ff. Bankers' Magazine, 1886, S. 483 ff.)

an die Obligationäre ist nicht üblich, schon deshalb, um die Gesellschaft nicht in ihren Transaktionen zu behindern. Dagegen findet häufig bei noch nicht vollgezahltem Kapital eine Verpfändung des ausstehenden Betrages an die Obligationäre statt, für die dann ein Treuhänder als Pfandhalter fungiert.

Den Obligationen der Sicherheit nach zunächst stehen die Vorzugsaktien. Sie nehmen eine Mittelstellung ein zwischen den Wertpapieren mit festem Zins und solchen mit schwankendem Ertrage, indem sie zunächst aus dem jährlichen Reingewinn eine bestimmte Dividende von 4—6% — aber auch nie mehr als dies — erhalten, bevor die Stammaktien überhaupt dotiert werden[1]). Meist ist diese Vorzugsdividende kumulativ, d. h. ist sie einmal nicht voll bezahlt worden, so hat sie den ersten Anspruch auf den Reingewinn der folgenden Jahre. Die Vorzugsaktien haben auch oft ein Vorrecht vor den Stammaktien auf Kapitalrückzahlung im Falle der Liquidation.

Den bei weitem grössten Teil des Risikos tragen natürlich die Stammaktien; ist z. B. auf ein Gesamtkapital von 3 000 000 £, das in 1 000 000 £ 4%ige Obligationen, 1 000 000 £ 4%ige Vorzugsaktien und 1 000 000 £ Stammaktien eingeteilt ist[2]), ein Gewinn von 3% zu verteilen, so erhalten die beiden ersteren 4%, die letzteren nur 1%; ist aber das Doppelte, 6%, verdient worden, so erhalten Obligationen und Vorzugsaktien wiederum 4%, die Stammaktien jetzt aber 10%, d. h. zehnmal so viel[3]).

---

[1]) Die Teilung des Gewinnes zwischen Vorzugs- und Stammaktien ist also verschieden von dem in Deutschland üblichen System, wonach die ersteren allerdings auch eine bestimmte Dividende vorab erhalten, meist aber auch an dem dann noch etwa vorhandenen Ueberschuss partizipieren. — Letztere Methode kommt natürlich auch in England vor.

[2]) Diese Zusammenfassung von Aktien- und Obligationenkapital rechtfertigt sich natürlich nur vom wirtschaftlichen — nicht etwa vom rechtlichen — Standpunkt aus.

[3]) Nicht unwesentlich für die Kenntnis der Kapitalanlagetrusts, sowohl unter der alten wie der neuen Form, würde es sein, zu erfahren, ob ihre Tätigkeit durch die Steuergesetzgebung, etwa durch Doppelbesteuerung, behindert worden ist oder nicht. Leider konnte ich diesen Punkt aus dem mir vorliegenden Material nicht eruieren. Klagen darüber bin ich nicht begegnet.

Wenn nun auch die Trustgesellschaften allmählich keine ganz seltene Erscheinung mehr waren, so drangen sie doch nicht in weitere Kreise. Den aus den sechziger und ersten siebziger Jahren stammenden Gesellschaften folgten einige neue in der Zeit von 1879—1884. Jedoch noch 1886 war die Zahl der Trusts, deren Aktien und Obligationen an der Londoner Börse gehandelt wurden, erst zwölf; der Gesamtbetrag des durch sie repräsentierten Kapitals war etwa 16½ Mill. £, wie aus nebenstehender Tabelle hervorgeht.

Die Anlagen der Trusts, die zum Teil auch schon aus ihrer Bezeichnung erkenntlich sind, waren hauptsächlich:

Ausländische Anleihen, sowie Aktien und Obligationen von Telegraphen-, Eisenbahn-, Gas- und Wassergesellschaften.

Ihre Geschäftsergebnisse schienen sämtlich sehr befriedigend zu sein; die Zinsen der Obligationen und die Dividenden der Vorzugsaktien wurden regelmässig bezahlt, während für die Stammaktien noch etwa 4—6% übrig blieben. Jedoch darf nicht unbetont bleiben, dass es zum mindesten zweifelhaft erscheint, dass der ganze Gewinn aus der Verzinsung der Wertpapiere herrührte; vielmehr nahmen die Direktoren, praktisch in ihrer Verfügungsfreiheit ziemlich unbeschränkt, häufig Veränderungen in den Anlagen der Trustgesellschaften vor, die sich von einer mehr oder weniger gefährlichen Spekulation wohl kaum stets frei gehalten haben[1]).

Nichtsdestoweniger gingen während des ganzen Zeitraumes 1868—1886 daraus keine Nachteile hervor, noch war etwa die Geschäftsführung eine derartige, dass sie zu Klagen Anlass geboten hätte. Man darf demnach wohl annehmen, dass die Trustgesellschaften während dieser Periode sich im ganzen an ihr Programm gehalten haben.

War dies aber der Fall, so kann man die Wirksamkeit dieser Trusts vom volkswirtschaftlichen und sozialen Standpunkt nur auf das lebhafteste begrüssen. Sie stellen eine Art der Anlage dar, welche dem kleinen Besitz die Rentabilität des grossen verleiht, ihn dadurch kräftigt und zur Ersparung kleiner Kapitalien ermuntert. Andererseits aber bewahren sie den

[1]) Economist, 1886, S. 857.

Die älteren (bis zum Jahre 1886 errichteten) Trustgesellschaften, deren Aktien und Obligationen auf dem offiziellen Kurszettel der Londoner Börse notiert wurden, waren folgende[1]):

Name der Gesellschaft	Gründungsjahr	Vorzugsaktien £		Stammaktien £	Obligationen £	
Governments Stock Investment Trust .	1871	—	—	500 000	4½%	178 583
*Submarine Cables Trust	1871	—	—	339 000	—	—
Globe Telegraph & Trust	1873	6%	1 769 920	1 771 770	—	—
Railway Debenture Trust	1873	—	—	500 000	5 u. 4½%	1 316 450
Railway ShareTrust	1873	6%	471 160	500 000	—	—
*American Investment Trust . .	1879	5%	500 000	500 000	—	—
*Foreign & Colonial Government Trust .	1879	5%	1 202 455½	1 106 755½	—	—
*Municipal Trust .	1879	—	—	214 450	—	—
*Omnium Securities Trust[2]) . . .	1879	6%	92 849	20 000	4%	29 305
Railway Investment Co. . . .	1881	4%	1 700 000	1 700 000	—	—
Foreign, American & General Investment Trust . . .	1883	5%	750 000	750 000	4%	333 000
Mercantile Investment & General Trust	1884	5%	175 000	175 000	—	—
Summa:			6 661 384½	8 076 975½		1 857 338

[1]) Vgl. Economist, 1886, S. 857. — Der Zinsfuss der Vorzugsaktien und Obligationen ist ergänzt nach Stock Exchange Year-Book von Skinner, 1900. Die mit einem * versehenen Gesellschaften bestanden schon früher als eigentliche Trusts, die übrigen sind gleich als Aktiengesellschaften begründet worden. — Der Submarine Cables Trust war der einzige, der die ursprüngliche Form beibehielt.

[2]) Beachtenswert ist das Vorkommen der Bezeichnung „Omnium". Dieselbe soll ein „aus verschiedenen Bestandteilen zusammengesetzes Ge-

kleinen Kapitalisten vor Börsenspekulationen, die bei seiner Unkenntnis der Verhältnisse doch fast stets mit Verlust enden. Ganz anspruchslos tritt hier eine Selbsthilfe des Mittelstandes hinsichtlich der Anlage und Verwaltung des Ersparten hervor, die gegenüber den häufig recht wenig erfolgreichen Versuchen, ihn durch Börsengesetzgebung und dergleichen vor Schaden zu bewahren, entschieden Beachtung verdient; und dies auch nicht zum wenigsten deshalb, weil diese Art der Unterstützung kleiner Kapitalisten keine Beschränkungen des Effektenwesens und des Börsenhandels zu ihren Gunsten nötig macht, sondern denselben volle Bewegungsfreiheit lässt.

Damit sollen die Investment Trusts jedoch durchaus nicht als eine überall anwendbare Methode für die Kapitalanlage des Mittelstandes bezeichnet werden. Es ist vielmehr zu bedenken: erstens, dass nach unserer bisherigen Beobachtung ein besonders heikler Punkt in ihrer Organisation die Stellung der Direktoren und ihre notwendige, aber daher auch leicht zu missbrauchende Verfügungsfreiheit war — zweitens, dass bisher erst eine verhältnismässig recht geringe Anzahl von Trusts vorhanden war, deren Tätigkeit von den Interessenten wie von der Presse leicht überwacht werden konnte.

Ganz anders erscheint die Sachlage natürlich, wenn derartige Institute in grosser Menge vorhanden sind; dann ist eine genaue Kontrolle besonders von seiten der für solche Zwecke sehr wichtigen Finanzblätter weit schwieriger. Kommt dann noch hinzu, dass die Anteilseigner häufig wechseln und ihre Aufmerksamkeit den Gesellschaften nicht dauernd widmen, so vermag der genannte erste Missstand ganz andere Folgen

---

samtkapital" bedeuten. In vielen Finanzprojekten des 19. Jahrhunderts kehrt dieselbe wieder; so findet sie sich zur Zeit des Crédit mobilier, aber auch schon früher (vgl. Aycard a. a. O., S. 315 und 351). — Zu Anfang des 19. Jahrhunderts wird der Ausdruck Omnium in England gebraucht: wenn damals eine Staatsanleihe in Form verschiedener Typen aufgenommen wurde — z. B. in 3- und 4%igen Obligationen — so handelte man an der Börse die Interimsscheine der verschiedenen Typen vor Ausgabe der eigentlichen Titres zusammen als ein Ganzes, das als „Omnium" auf dem Kurszettel Notiz fand. — (Journal of the Institute of Bankers, 1890, S. 172.)

zu zeitigen. Derartige Beobachtungen werden wir im folgenden Kapitel machen und in der Schlussbetrachtung über den Typus der Investment Trusts verwerten[1]).

Auf dem Kontinente scheint die Idee einer solchen Kapitalanlage-Trustgesellschaft nicht viel Beifall gefunden zu haben. Jedoch machte man in den achtziger Jahren in Genf einen Versuch mit zwei Instituten, die eine gewisse Verwandtschaft mit den Investment Trusts zeigen. Es sind dies: die Banque de Fonds d'État 1885, und die Société Financière Franco-Suisse 1888.

Erstere ist inzwischen wieder in Liquidation getreten, während die zweite noch heute besteht. Sie gab auf Grund der von ihr besessenen türkischen, serbischen, rumänischen, portugiesischen und amerikanischen Staatspapiere 4½- und 4%ige Obligationen aus. Die von ihr gewählten Anlagen waren meist solche, die zuerst keinen rechten Markt in Westeuropa finden, aber später abgestossen werden konnten. Die Zinsen der Obligationen scheinen stets regelmässig bezahlt worden zu sein, während die Dividenden der Aktien stark schwankten[2]).

---

[1]) Vgl. S. 45 ff.

[2]) Vgl. Statut und Berichte der Gesellschaft. — Ein Versuch der Deutschen Vereinsbank in Frankfurt a. M., ihre Obligationen in Deutschland einzuführen, scheint nicht viel Erfolg gehabt zu haben.

Durchaus verschieden von den Investment Trusts sind die in Deutschland vereinzelt vorkommenden sogen. „Losgesellschaften", auch wohl „Gesellschaften zum Erwerb von Wertpapieren" genannt. Ihr Zweck ist zwar auch eine Verminderung des Risikos durch gemeinsamen Erwerb von Wertpapieren. Doch handelt es sich dabei nicht um dauernde Vereinigungen zur Kapitalanlage, sondern lediglich um Gelegenheitsgesellschaften zum Erwerb von Prämienanleihen und zwar von solchen Stücken, die einer bereits gezogenen Serie angehören, also in kurzer Zeit zur Auslosung gelangen.

Zweites Kapitel

Die Entwicklung der Investment Trusts seit 1887. Die Entstehung der Financial Trusts

Ein ganz anderes Bild als das eben gezeichnete ergiebt sich uns in der zweiten Periode, welche wir in der Entwicklung der englischen Trustgesellschaften unterscheiden können. Sie wird charakterisiert durch eine weite Verbreitung der neuen Finanzassoziation, die sozusagen zur Mode wird. Hand in Hand damit geht nun aber eine allgemeine Erweiterung und Veränderung der Geschäftsprinzipien: aus der dauernden Kapitalanlage zur Erzielung einer möglichst gleichmässigen und sicheren Rente werden bei vielen Gesellschaften Effektengeschäfte zum Zweck eines möglichst hohen Gewinnes: der „Investment" Trust verwandelt sich in einen „Financial" Trust.

Es wird behauptet, dass der äussere Anstoss zu einer weiteren Verbreitung der Trustgesellschaften gelegen habe in der Konvertierung der 3%igen englischen Konsols in $2^3/_4$%ige, welche der Finanzminister Goschen 1887 plante und 1888—1889 durchführte[1]). Infolge der Zins-

[1]) Economist, 1888, S. 821, 917. — Bankers' Magazine, 1888, S. 499. — Van Oss, Stock Exchange Values, S. 29. — Vgl. Sänger, Die englische Rentenschuld und die letzte Konversion derselben (Finanzarchiv, 1891, Bd. I, S. 1 ff.). — Allerdings befand sich damals der grösste Teil der englischen Konsols im Besitz grosser Kapitalisten; allein die Summe, um die es sich bei den Trustgesellschaften handelte, war doch im Verhältnis zu den in die Konversion einbezogenen 558 000 000 £ so gering, dass dies kaum dagegen einzuwenden ist.

reduktion sahen sich manche Kapitalisten genötigt, eine rentablere Anlage ihres Vermögens zu suchen, und diese glaubte man unter anderem auch in den Obligationen und Vorzugsaktien der Trustgesellschaften zu finden, welche sich nach dem damaligen Kurse mit etwa 4% verzinsten, während gleichzeitig die 3%igen Konsols etwas über pari standen.

Die natürliche Folge war die Emission zahlreicher neuer Trustwertpapiere. Schon um die Mitte des Jahres 1888 war die Zahl der Trusts, deren Aktien und Obligationen auf dem Kurszettel der Londoner Börse notiert wurden, von 12 auf 19 gestiegen[1]); die früher wenig beachteten Papiere begannen jetzt einen eigenen Markt zu bilden, dessen steigende Bedeutung in der Einräumung einer besonderen Rubrik des Kurszettels auch äusserlich hervortrat.

Wenn nun auch die Summe der 1887—1888 emittierten Trustwertpapiere recht bedeutend war — es handelte sich um etwa 250 Mill. Mk. — so erscheint sie trotzdem gering im Vergleich mit der der beiden folgenden Jahre.

Die Jahre 1888—1890 waren ausgezeichnet durch eine äusserst günstige Konjunktur, welche auf die internationale Geschäftsdepression in der Mitte der achtziger Jahre folgte[2]). In hervorragendem Masse ausgenutzt wurde sie in England durch eine bedeutende Emissionstätigkeit — und zwar besonders in Trustwertpapieren. Diese, seit der Rentenkonvertierung beim weiteren Publikum in Aufnahme gekommen, erfreuten sich nunmehr einer steigenden Beliebtheit, und bald war bei der günstigen Börsenkonjunktur aus der bescheidenen Kapitalanlage einzelner Kreise eine Mode geworden, welche die Spekulation als günstige Gelegenheit zu Emissionsgewinnen begierig aufgriff. Einen ungefähren Begriff von der Bedeutung der Trustgründungen giebt die Emissionsstatistik des Economist, wonach die neu herausgebrachten Trustwerte 1889 mit ungefähr 600 Mill. Mk., 1890 mit 400 Mill. Mk., etwa ein Siebentel der gesamten Emissionen jener Jahre ausmachten[3]).

---

[1]) Economist, 1888, S. 917.

[2]) Van Oss a. a. O., S. 24.

[3]) Setzt man die Trustemissionen in Beziehung zu den nur in Eng-

Der Betrag der Emissionen war 1885—1894[1]):

(In Millionen £)

Jahr	Von in England emittierten Wertpapieren Mill. £	Von in England und anderswo emittierten Wertpapieren Mill. £	Gesamtbetrag Mill. £	Darunter Trust-Wertpapiere zirka[2]) Mill. £
1885	55.55	22.41	77.97	—
1886	93.94	7.92	101.87	—
1887	96.77	14.43	111.20	3.50
1888	140.75	19.49	160.25	9.25
1889	178.93	28.10	207.03	30.00
1890	125.89	16.66	142.56	21.00
1891	80.23	24.35	104.59	9.00
1892	53.19	27.94	81.13	2.25
1893	39.18	9.95	49.14	—
1894	61.19	30.64	91.83	—

Bei diesen Angaben ist jedoch zu berücksichtigen, dass das durch die Trustgesellschaften beanspruchte Kapital nur dazu dient, andere Effekten zu erwerben. Eine Emission liegt demnach nur im formalen Sinne vor. Zu einer wirklichen Emission wird dieselbe nur dann, wenn die Wertpapiere, für welche die Aktien und Obligationen des Trust ausgegeben werden, noch nicht emittiert waren. Danach dürfte sich der Gesamtbetrag der tatsächlich vom Publikum in Wertpapieren angelegten Kapitalien um ein wesentliches niedriger stellen.

Wie gestalten sich nun aber die inneren Verhältnisse der Trusts?

Da zeigten sich bald verschiedene schwerwiegende Mängel, die alle die Wirkung hatten, dass sich die Geschäftsführung

land emittierten Wertpapieren, wozu sie ja wohl ausschliesslich gehörten, so erscheint ihre numerische Bedeutung noch höher.

[1]) Commercial History and Review of 1894, Supplement zum Economist vom 16. Februar 1895, S. 6.

[2]) Zusammenstellung der jährlichen Emissionen und der dabei bevorzugten Wertpapiere in den Artikeln „New Capital created“ in den letzten Jahresnummern des Economist oder in den Supplementen: „Commercial History and Review“ jedes Jahres.

der Gesellschaften mehr und mehr veränderte und von der eigentlichen Kapitalanlage in Wertpapieren zu sonstigen Effektengeschäften überging.

Zunächst machte sich eine gewisse Spezialisation der Trusts bezüglich ihrer Anlage geltend[1]). Da man jetzt viele Kapitalanlagegesellschaften hatte, kam man auf die Idee, für jedes Gebiet des Effektenmarktes eine besondere zu gründen. Obwohl die Direktoren auf einem einzigen Felde eine viel grössere Sachkenntnis entwickeln konnten, als wenn sie ihre Auswahl auf dem ganzen Markt zu treffen hatten, so hob doch diese Veränderung das Grundprinzip der Trusts zum Teil auf, indem ihre Gewinne, wenn auch nicht von den Verhältnissen einzelner Wertpapiere, so doch von Konjunkturen abhängig wurden. Dies galt besonders von Bank- und Brauereiaktien, die man jetzt vielfach erwarb.

Die Hauptschwierigkeit in der damaligen Situation der Trustgesellschaften aber war der Umstand, dass sie ihre Bestände unter den für sie ungünstigsten Verhältnissen bilden mussten. Es erhellt ohne weiteres, dass für die Kapitalanlage der Gesellschaften die Zeit des niedrigsten Kursstandes am vorteilhaftesten gewesen wäre. Jetzt aber waren die Preise hoch, die Nachfrage der vielen neugebildeten Trusts steigerte sie noch weiter, und dies um so mehr, als bei zahlreichen Gesellschaften eine fast völlige Gleichartigkeit der Anlage herrschte. Letztere rührte daher, dass bei ihnen dieselben Personen als Direktoren fungierten, was natürlich für die selbständige Geschäftsführung jeder einzelnen von höchster Gefahr war[2]). — Infolgedessen mussten die Trusts, wenn sie sich nicht mit einer ganz geringen Verzinsung ihres Kapitals begnügen wollten, entweder einen Zuschuss zu derselben aus anderen Quellen zu erreichen suchen, oder auch ihre Mittel in nicht börsenmässig gehandelten Wertpapieren anlegen, die natürlich weit billiger zu erhalten waren. Letzteres war aber insofern gefährlich, als sich die Gesellschaften dabei vielfach mit unveräusserlichen Beständen beluden.

---

[1]) Economist, 1888, S. 917; 1889, S. 443.

[2]) Economist, 1889, S. 433.

Lag so in den tatsächlichen Verhältnissen schon ein starker Anreiz zu anderen Geschäften, die ein den hochgeschraubten Erwartungen entsprechendes finanzielles Resultat ergeben konnten, so wirkte in derselben Richtung noch mehr ein persönliches Moment, welches in der schon immer bedenklichen, jetzt aber geradezu verhängnisvollen Stellung der Direktoren ihren eigenen Gesellschaften gegenüber lag. Meistens Gründer derselben, hatten sie sich als Belohnung für die Unternehmung der neuen Gesellschaft, wie als Entschädigung für das dabei getragene Risiko sogen. „Founders' Shares" oder „Gründer-Anteile" [1]) gesichert. Diese berechtigten meist zum Bezug der Hälfte des Reingewinnes, welcher noch zu verteilen war, nachdem die Stammaktien mit einem bestimmten Prozentsatz, etwa 6—9%, dotiert worden waren. Wenn nun auch gegen eine besondere Vergütung an die Gründer für die eben angeführten Leistungen nichts einzuwenden gewesen wäre, so ist es doch fraglich, ob die gewählte Form die richtige war.

Nehmen wir an, ein Trust habe ein Kapital von 1 Mill. £ in Aktien zu 10 £ und 50 Stück Gründeranteile zu ebenfalls 10 £. Die letzteren sollen die Hälfte des Gewinnes bekommen, der nach einer 6%igen Verzinsung der Stammaktien noch übrig ist.

Sind nun 60000 £ Reingewinn erzielt worden, so bekommen die Aktien 6%, die Gründeraktien nichts. Sind aber 100000 £ Gewinn vorhanden, so erhalten die Stammaktien 8%, die Gründeranteile auf ihr Kapital von 500 £ 20000 £ Dividende, d. h. 4000%!

Auf diese Weise erhielten die Gründer oft 6000, 8000 und 10000% auf ihr Kapital und damit einen bedeutenden Bruchteil der Gewinne überhaupt.

Ist nun diese Vergütung an die Gründer schon als eine ganz unverhältnismässig hohe zu tadeln, so war sie direkt verwerflich, weil sie dazu beitrug, den Trust auf ihm bisher fremde Bahnen zu leiten. Der Trust sollte kein Erwerbsunternehmen, sondern eine Vermögensverwaltung zur Erzielung einer sicheren

---

[1]) Economist, 1889, S. 143, 1456; 1890, S. 754. — Bankers' Magazine, 1893, Bd. II, S. 165 ff.

Rente sein; hielt sich diese aber in mässigen Grenzen, wie das bei einer ruhigen Kapitalanlage nicht anders möglich ist, so hatten die Gründer für ihre Aktien nichts zu erwarten; erzielten sie aber durch sonstige Geschäfte einen hohen Gewinn, so fiel ihnen ein enormer Bruchteil davon zu. Selbst wenn diese Geschäfte sehr riskanter Natur waren und schliesslich zum Verderben des ganzen Unternehmens führten, so hatten sie meist trotzdem noch Vorteil davon. Denn gelang es ihnen, nur einmal bei der Dividendenverteilung berücksichtigt zu werden, so war ihr Profit so enorm, dass der eventuelle Verlust ihres minimalen Kapitales bedeutungslos war.

Daraus entsprang nun naturgemäss ein völliger Interessengegensatz zwischen den Aktionären und Obligationären einerseits und den Gründern andererseits — und da letztere als Direktoren meist das Heft in der Hand hatten, so siegte gewöhnlich ihre Tendenz[1]).

Dass diese Wandlungen in der Lage und Organisation der Trusts schliesslich auch den Charakter der Gesellschaften überhaupt gänzlich zu verändern vermochten, findet seine Erklärung erst in der besonders günstigen Konjunktur und der allgemeinen Unternehmungs- und Spekulationslust. Man kann sich leicht erklären, dass diese gerade dazu dienten, die Aktionäre der Trusts des klaren Bewusstseins über die Ziele und Existenzbedingungen ihrer Gesellschaften zu berauben. Indem ihre Anteile jetzt zu lebhaft gehandelten Börsenpapieren wurden, hörte das individuelle Interesse der Beteiligten an ihren Instituten und ihre dauernde Kontrolle der Geschäftsführung auf. So konnten sich die Schwierigkeiten, eine rentable und zugleich sichere Anlage zu finden und die Neigung der Verwaltung zu möglichst hohen Gewinnen ungehindert in ihrer Wirkung vereinigen, um die Trusts immer mehr von der ruhigen Kapitalanlage hinwegzudrängen und anderen Geschäften zuzuführen.

Das nächstliegende war da natürlich, dass man Effekten erwarb nicht mehr zur Anlage, sondern zur Wiederveräusserung bei günstigem Kursstande, d. h. börsenmässige Speku-

[1]) Economist, 1890, S. 754.

lation[1]). Hatte man jetzt eine Aktie zu 60% des Nominalwertes erworben, als sie 3% Dividende ergab, und stieg letztere darauf auf 6% — so nutzte man diesen Vorteil nicht durch die höhere Rente, sondern man verkaufte das Wertpapier vielleicht zu 100% und verteilte die kapitalisierte Rente als Gewinn. Das frei gewordene Kapital wurde dann zur Wiederholung des Geschäfts benutzt.

Besonders eigneten sich hierzu solche Wertpapiere, die bisher noch nicht börsenmässig gehandelt worden waren. Solche hatten die Trusts in ihrer Verlegenheit, bei dem hohen Kursstande eine rentable Anlage zu finden, vielfach erworben. Jetzt aber ermöglichte die günstige Konjunktur nicht selten ihre Emission, die daher auch von den Gesellschaften fleissig geübt wurde.

Die Emissionstätigkeit einzelner Trustgesellschaften war unglaublich umfangreich; so z. B. bei der Trustees' Executors' and Securities Insurance Corporation, einer Gesellschaft, die im Jahre 1886 gegründet worden war, um in erster Linie als öffentlicher Treuhänder zu fungieren, also zu einem ganz anderen Zweck[2]). Bei einem eingezahlten Kapital von nur 600 000 £ brachte sie vom April 1888 bis April 1891 — also in drei Jahren — für über 13 Mill. £ neue Wertpapiere ans Publikum, während sie zur gleichen Zeit an der Emission von etwa 11 Mill. £ stark beteiligt war. Einen Begriff von der Vielseitigkeit der Unternehmungen gibt das beigefügte Verzeichnis der Effekten (Tabelle S. 33 u. 34).

Eine beliebte Geschäftspraxis der Trusts wurde nun auch das sogen. „Underwriting of new Capital", welches damals die grössten Missstände im Emissionswesen gezeitigt zu haben scheint[3]). Es handelte sich dabei nicht etwa um das „Zeichnen von Wertpapieren" in unserem Sinne; letzteres etwa den Trusts zu untersagen, hätte auch kaum ein Grund vorgelegen, denn ebenso, wie sie für ihre Anlage Effekten freihändig auf dem Markte ankauften, konnten sie bei genügender Vorsicht

---

[1]) Economist, 1890, S. 786, 1016.
[2]) Vgl. S. 9 ff. — S. 20, Anm.
[3]) Economist, 1890, S. 1016. — Investors' Review, 1892, Bd. I, S. 25 ff.

I. Eigene Emissionen der Trustees' Executors' and Securities Insurance Corporation von April 1888 bis April 1891 [1])

Jahr	Name der Effekten	Nominalbetrag in £.	Emissionskurs in Prozent. d. Nom.-Kapitals	Gattung der Effekten
1888	Western Counties Railway of Nova Scotia Deb.	860 000	100	Kanadische Eisenbahnobligationen
1889	City of Mexico 5% Deb.	2 400 000	85	Mexikanische Stadtanleihe
„	Stewiacke Valley Railway 6% Bds.	50 000	97	Kanadische Eisenbahnobligationen
„	Bay State of New Jersey Gas Bds.	1 400 000	98	Amerik. Gasgesellschaftsobligationen
„	Frank Jones Brewing Ord. Sh.	400 000	100	Englische Brauereiaktien
„	„ Pref. Sh.	400 000	100	„ „
„	Streets Western Stable Car Bds.	200 000	100	Amerik. Waggonfabrikaktien
„	Hardy's Crown Brewery Ord. Sh.	300 000	100	Englische Brauereiaktien
„	„ 4½% Deb.	300 000	100	„ Brauereiobligationen
„	Otis Steel Company Ord. Sh.	300 000	100	Amerik. Stahlfabrikaktien
„	„ Pref. Sh.	300 000	100	„ „
„	City of Chicago Grain Elevat. Ord. Sh.	425 000	100	Amerik. Elevatorenaktien
„	„ 6% Deb.	500 000	100	„ Elevatorenobligationen
„	D. Martineau & Sons Pref. Sh.	200 000	110	Englische Zuckerfabrikaktien
„	„ 6% Deb.	100 000	105	„ Zuckerfabrikobligationen
1890	Midland Coal Coke & Iron Co. Ord. Sh.	375 000	100	„ Montanindustrieaktien
„	„ 6% Deb.	375 000	100	„ Montanindustrieobligationen
„	Ottoman Railway of Anatolia Deb.	1 000 000	86¼	Anatolische Eisenbahnobligationen
„	Buenos Ayres National Tramways Deb.	220 000	105	Argentin. Strassenbahnobligationen
„	Imperial & Colonial Finance Co. Ord. Sh.	199 800	100	Englische Finanzgesellschaftsaktien
„	Dick Kerr & Co. Pref. Sh.	80 000	100	„ Maschinenfabrikaktien
„	Cincinnati Railway Bds.	1 200 000	92½	Amerik. Eisenbahnobligationen
„	Blake & Knowles Steam Pump Pref. Sh.	100 000	100	Englische Dampfpumpenfabrikaktien
„	„ 6% Deb.	312 000	100	„ Dampfpumpenfabrikobligat.
„	E. W. Bliss & Co. Pref. Sh.	125 000	100	Amerik. Maschinenfabrikaktien
„	„ 6% Deb.	120 000	100	„ Maschinenfabrikobligationen
1891	Alberta Railway & Coal Co. 6% Deb.	890 000	105	Kanadische Montanindustrieobligationen
„	National Bank of China	199 700	105	Englisch-Chines. Bankaktien
	Summa:	13 331 500		

[1]) Investors' Review, 1892, Bd. I, S. 34.

II. Konsortialemissionen der Trustees' Executors' and Securities Insurance Corporation von April 1888 bis April 1891 [1])

Jahr	Name der Effekten	Nominalbetrag in £	Emissionskurs in Prozent. d. Nom.-Kapitals	Gattung der Effekten
1889	Industrial & General Trust Co. Pref. Sh. . .	2 250 000	100	Englische Trustgesellschaftsaktien
„	„ Def. Sh. . .	250 000	100	„ „
„	„ 3½% Deb. .	1 000 000	92½	„ Trustgesellschaftsobligationen
„	Goodwins Jardine & Co. Pref. Sh.	100 000	100	„ Montanindustrieaktien
„	„ 5½% Deb. . . .	80 000	100	„ Montanindustrieobligationen
„	Southern States Land & Timber Ord. Sh. .	160 000	100	Amerik. Holzindustrieaktien
„	„ 6% Deb. .	135 000	100	„ Holzindustrieobligationen
„	Mexican Southern Railway Pref. Sh. . . .	500 000	100	Mexikanische Eisenbahnaktien
„	„ 6% Deb. . . .	600 000	100	„ Eisenbahnobligationen
„	Bohemian Breweries Ord. Sh.	140 000	100	Böhmische Brauereiaktien
„	„ Pref. Sh.	140 000	100	„ „
„	Pillsbury Washburn Flour Mills Ord. Sh. .	500 000	100	Amerik. Mühlenindustrieaktien
„	„ Pref. Sh. .	500 000	100	„ „
„	United States Debenture Corp. Ord. Sh. . .	450 000	100	Engl.-Amerik. Finanzgesellschaftsaktien
„	„ 4½% Deb. .	1 000 000	105	„ Finanzgesellschaftsoblig.
1890	Gillman & Spencer 5% Deb.	50 000	105	Englische Mälzereiaktien
„	London & New York Investment Co. Ord. Sh.	498 000	100	„ Trustgesellschaftsaktien
„	„ Pref. Sh.	500 000	100	„ „
„	Midland Railway of West Australia 6% Deb.	1 000 000	100	Australische Eisenbahnobligationen
„	Marine Securities Corpor. Ord. Sh.	75 000	100	Englische Finanzgesellschaftsaktien
„	Brewery Assets Corpor. Sh.	700 000	100	„ „
„	„ Deb.	350 000	100	„ Finanzgesellschaftsobligat.
		10 978 000		

[1]) Investors' Review, 1892, Bd. I, S. 35. Die Rubrik: Gattung des Effekts ist ergänzt nach Stock Exchange Official Intelligence.

ihre Kapitalien auch in einem neu emittierten Wertpapier anlegen. In dem „Underwriting Contract“ verpflichtete sich vielmehr der Zeichner, also in diesem Falle die Trustgesellschaft, gegen eine Provision, falls das Ganze oder ein Teil einer Emission nicht ans Publikum gebracht werden konnte, den nicht veräusserten Betrag entweder selbst zu übernehmen oder Käufer dafür zu beschaffen[1]). Bei zweifelhaften Emissionen war es so möglich, grosse Provisionen zu verdienen — oder aber auch enorme Verluste durch den Erwerb unveräusserlicher Werte zu erleiden. Dieses System scheint zur Emission einer Menge minderwertiger Effekten geführt zu haben, indem es skrupellosen Finanzleuten die Unterbringung ihrer Unternehmungen ausserordentlich erleichterte. Die Aktiennovelle vom 8. August 1900[2]) ist daher auch in § 8 dagegen vorgegangen, indem sie das „Underwriting“ zwar nicht verbot, aber es nur gestattete, wenn es sich um öffentliche Emissionen handelte und die Bezahlung einer Provision in den Articles of Association ausdrücklich erlaubt war. Hierdurch war ein gewisser Publizitätszwang eingerichtet, der wenigstens die allerdunkelsten Gründungsschliche verhindern sollte.

Natürlich kam es auch vor, dass man bei diesen verschiedenen Manipulationen mit seinen Effekten sitzen blieb und zu hoch gekaufte Wertpapiere nicht realisieren konnte. Dafür besass man nun das bequeme Mittel, neue Trusts zu gründen. Diesen wurden dann die lästig gewordenen Bestände aufgehalst und weiterhin die Aufgabe zuerteilt, die Kurse der von den älteren Trusts besessenen Effekten durch Käufe zu steigern[3]). So umgab sich auf die Dauer jede bedeutendere Trustgesellschaft mit einem Stabe von Hilfsarbeitern, die fast alle untereinander und an dem älteren Trust beteiligt waren und unter gleicher Leitung standen. Auf diese Weise organisierte man eine planmässige Spekulation grössten Stiles, die natürlich immer à la hausse gerichtet war, da man selbstverständlich

---

[1]) Schirrmeister, Die englische Aktiennovelle v. 8. August 1900, S. 50—51.

[2]) Schirrmeister a. a. O. — Statist, 1900, Bd. II, S. 327.

[3]) Vgl. bes. die ausgezeichneten Artikel in Investors' Review, 1892, Bd. I, S. 25 ff. — Bankers' Magazine, 1893, Bd. II, S. 165 ff.

kein Interesse daran hatte, seine und seiner Freunde „Wert"-papiere in entgegengesetzter Richtung zu beeinflussen. Neue Gründungen einer Gesellschaft wurden oft von den Mitgliedern ihrer Gruppe völlig aufgenommen; gelang deren Emission nicht, so behandelte die Trustgesellschaft sie als ihre „Investments": ursprünglich sollten die Gesellschaften ja doch nicht Effekten handeln, sondern dieselben dauernd als ihre Kapitalanlage im Besitz behalten. Auf diesem Wege brachte man so eine Menge nicht emissionsfähiger Wertpapiere ans Publikum; damit soll nicht gesagt sein, dass die mangelnde Umlaufsfähigkeit der Wertpapiere stets auf schlechter Qualität beruht hätte — es konnte sich auch ebensogut um solche handeln, die aus markttechnischen Gründen nicht emittiert werden konnten.

Es ist nun ohne weiteres einleuchtend, dass sich der Charakter der Trustgesellschaften damit gänzlich verändert hatte: ihr Streben war jetzt nicht mehr eine gleichmässige und sichere Rente, sondern ein möglichst hoher Gewinn. Es kann somit nicht wunder nehmen, dass sich mit der Bezeichnung „Trustgesellschaft" allmählich ein neuer Begriff verband. „Trust Company" wurde nahezu gleichbedeutend mit „Financial Company" und zwar mit dem Nebensinn, dass es sich hier um Finanzgesellschaften handelte, die zur Aufnahme aller möglichen Effekten dienten, die man sonstwo nicht los werden konnte[1]). Das war aber eine Geschäftsführung, die mit der des eigentlichen Investment Trust kaum noch zu ver-

[1]) Vgl. z. B. Deutscher Oekonomist, 1896, S. 130. — Die eigentlichen Financial oder Finance Companies sind älter als die Trustgesellschaften auch in ihrer ursprünglichen Form. Ihren ersten grossen Aufschwung scheinen sie in den Jahren 1863—1865 erlebt zu haben: 1863 wurden 15, 1864 25 „Financial and Discount Companies" gegründet. (Economist, 1864, S. 349; 1865, Comercial History of 1864, S. 36.) Gewisse Anregungen scheint der Pariser Crédit mobilier dazu geboten zu haben, der sich auch selbst durch Gründung der „International Financial Society" (1863) beteiligte. — Vgl. Aycard a. a. O., S. 435. — Economist, 1863, S. 505; 1864, S. 921, 1045; 1865, S. 125; 1866, S. 123, 221. — Vgl. auch Schäffle, Die Anwendbarkeit der verschiedenen Unternehmungsformen (Zeitschrift für die ges. Staatswissenschaft, 1869, S. 285 ff.).

gleichen war; es dürfte daher nicht unangebracht sein, diese jüngere Form der älteren als „Financial Trust“ gegenüberzustellen.

Allmählich aber wurde der Wirkungskreis der Gesellschaften immer regelloser und unbestimmter: Geschäfte, die jetzt für den Betrieb eines Trusts als geeignet erschienen, waren z. B. die Garantie von Obligationen anderer Gesellschaften gegen eine Provision, ferner der Ankauf von Vermögensmassen liquidierender oder bankerotter Unternehmungen, besonders, wenn es sich dabei um grosse Effektenbestände handelte, durch deren vorsichtige Realisation man einen Gewinn erzielen konnte. So gründete man u. a. auch einen besonderen Trust zur Uebernahme der Masse des liquidierenden Bankhauses Baring Brothers[1]).

Eine eigenartige Erscheinung war ferner das sogen. „Kapital-Spalten“ — „Stock Splitting“. Man ging dabei von folgender Idee aus[2]): Es gibt zwei Arten von Wertpapierkäufern: Anlage suchende Kapitalisten und auf Kursgewinne ausgehende Spekulanten. Da ist nun eine grosse Anzahl von Effekten, die weder dem Bedürfnis des einen, noch dem des andern recht entsprechen, z. B. englische Eisenbahnaktien. Ihre Dividende erreicht erfahrungsgemäss stets eine gewisse Minimalhöhe, während die Ueberschüsse darüber von Jahr zu Jahr schwanken. Man zerlege daher diese Wertpapiere in Anlage- und Spekulationspapiere und mache sie dadurch für die Bedürfnisse der beiden Kategorien von Erwerbern passend. Dies geschieht folgendermassen: Die Trustgesellschaft erwirbt eine Million Aktien einer Eisenbahngesellschaft und überträgt sie einem Treuhänder zur Verwahrung und Verwaltung. Ueber diese Wertpapiere werden nun Zertifikate ausgestellt, die man dem Publikum anbietet; haben die Eisenbahnaktien bisher stets $3\frac{1}{2}$ % Dividende p. a. zum mindesten, oft aber auch eine Kleinigkeit mehr erhalten, so emittiert man eine Million $3\frac{1}{2}$ %ige Vorzugszertifikate als Anlagewerte und eine Million gewöhnliche Zertifikate als Spekulationspapiere. Die ersteren erhalten zunächst

---

[1]) Economist, 1894, S. 1435.

[2]) Economist, 1889, S. 596; 1894, S. 667, 705.

aus der vereinnahmten Dividende der Eisenbahnaktien ihre feste Verzinsung, während die letzteren sich mit dem Rest zu begnügen haben, dessen Grösse stark schwankt und oft auch gleich Null ist. Die Trustgesellschaft erhält für ihre Funktion eine Provision, vor allem aber rechnet sie beim Verkauf der Zertifikate auf einen Gewinn, indem sie für die verschiedenen Arten derselben in Summa mehr erhält, als sie für die Aktien bezahlt hat[1])[2]).

Die periodische Veröffentlichung der Bestände fiel naturgemäss jetzt meist fort und wurde nur noch von denjenigen Trusts beibehalten, welche dem ursprünglichen „Investment"-Prinzip treu geblieben waren. Eine Wiedergabe eines solchen Effektenverzeichnisses ist hier leider nicht möglich, da es sich bei den grösseren Unternehmungen oft um mehrere Hunderte von Wertpapieren handelt[3]). Ausserdem fehlt uns zur genauen Beurteilung eines solchen natürlich auch das wichtigste Hilfsmittel, nämlich die Kenntnis der einzelnen Wertpapiere.

Eigentümlichkeiten dieser Bestände, die jedoch auch dem Aussenstehenden auffallen mussten, waren besonders folgende: Allgemein üblich waren gegenseitige Beteiligungen der Gesellschaften aneinander, und zwar meist gruppenweise: Das Haupt der Vereinigung besass Anteile der Mitglieder, diese solche der Führerin und der übrigen Mitglieder[4]). Eine

---

[1]) So hatte der Stock Conversion and Investment Trust 1889 nom. 500 000 £ London and North Western Railway Ord. Stock für etwa 900 000 £ erworben und emittierte dafür

500 000 £	3½% Zertif.	à 100%	= 500 000 £
250 000 „	4 „ „	„ 104 „	= 260 000 „
500 000 „	Deferr. „	„ 39 „	= 195 000 „
			955 000 £,

d. h. 55 000 £ mehr, als er für die Aktien bezahlt hatte (Economist, 1889, S. 596).

[2]) In etwas anderer Form allerdings wird uns das „Kapitalspalten" auch bei deutschen Trustgesellschaften begegnen, vgl. S. 65 ff., 100 ff.

[3]) Einzelne druckt Investors' Review wenigstens zum Teil ab, z. B. 1895, S. 303.

[4]) Investors' Review, 1892, S. 25 ff., 247 ff.

ähnliche gruppenweise Verteilung zeigte sich hinsichtlich der von einem Mitgliede kreierten Wertpapiere; auch diese fanden sich grösstenteils bei den „Freunden“ wieder. Berücksichtigt man dabei noch die üblichen „Personalunionen“, so ergibt sich eine allgemeine Verschachtelung, in die kein Fernstehender einen Einblick tun konnte. — Nicht selten waren in jenen Beständen auch zahlreiche Gründeranteile. Wie ausgeführt, handelte es sich dabei um Spekulationspapiere wildester Art, die man trotzdem jetzt im Besitz der meisten Gesellschaften fand, hatte man doch sogar eine besondere Gesellschaft zum Erwerb dieser Papiere errichtet, den „Founders' Stock and Share Trust“! Gänzlich unkontrollierbar war natürlich auch der Besitz von solchen Wertpapieren, für die keine Börsennotiz stattfand; denn war auch eine solche Anlage vielleicht durchaus solide, so musste sie doch hinsichtlich ihrer Liquidität Bedenken erregen, da sie natürlich einen meist gänzlich unveräusserlichen Vermögensbestandteil bildeten.

In letzterer Beziehung gefährlich erschien ebenfalls das häufige Vorkommen nicht voll gezahlter Aktien: woher sollte die Trustgesellschaft die Mittel nehmen, wenn in Zeiten schlechter Konjunktur Nachzahlungen gefordert wurden und sie bei niedrigem Kursstand ihrer Effekten keine Kapitalien flüssig machen konnte? Eine gleiche Erwägung musste Platz greifen, wenn man bedachte, dass über die rechtliche Notwendigkeit zu Nachzahlungen hinaus wohl in vielen Fällen noch eine wirtschaftliche bestand. Denn kaum waren alle die neugegründeten Unternehmungen schon so ausgebaut und nach allen Seiten gesichert, dass sie über schlechte Zeiten ohne grösseren Kapitalbedarf hinweggekommen wären. Wenn nun auch keine rechtliche Verpflichtung zu Nachzahlungen bestand, was war denn in einem solchen Falle anders möglich, als sie trotzdem zu leisten, wenn die gesamte Unternehmung nicht in Gefahr geraten sollte? —

Die Erklärung für diese ganze Geschäftsgebahrung liegt darin, dass es sich bei fast allen Trusts, soweit sie sich nicht im Rahmen des ursprünglichen Investment-Geschäfts gehalten hatten, nachgerade um eine höchst bedenkliche Agiotage handelte, gegen die das Publikum im Taumel der Hausse nichts einwandte,

solange es 10, 20 und 30% Dividende erhielt. Die Ernüchterung kam, als die infolge der argentinischen Finanzkalamität und des Baring-Kraches ausbrechende 1890er Börsenkrisis[1]) das ganze Kartengebäude zusammenwarf und die inneren Verhältnisse ans Licht zog.

Die Trusts befanden sich nun in einer in doppelter Beziehung schwierigen Lage. Einerseits hörten ihre Kursgewinne auf und andererseits waren sie bis oben an vollgestopft mit weit über ihrem Ertragswert gekauften Papieren. Es bedarf keiner weiteren Erklärung, dass die Herrlichkeit der Trustgründungen ein jähes Ende erreicht hatte[2]).

Die Schwierigkeit der Situation zeigte sich zunächst, als man daran ging, die Bilanzen für das Jahr 1890 aufzustellen[3]). Bisher hatte man alle Kursgewinne, auch so weit sie noch nicht realisiert waren, als Gewinn verbucht und verteilt — wie aber jetzt mit den enormen Verlusten? Jedenfalls erkannte man es nun als unrichtig, nur den jeweiligen Kurswert als massgebend zu betrachten, weil für einen eigentlichen Investment Trust vielmehr der Ertrags- als der Kurswert von Bedeutung war und eine ausschliessliche Berücksichtigung des letzteren in einem Jahre zu grossen fiktiven Gewinnen, im anderen zu ebensolchen Verlusten hätte führen können. Schliesslich entschied ein Urteil des High Court of Justice dahin, dass bei eigentlichen „Investment Companies" die Aufnahme der Effekten zum Erwerbspreise geschehen durfte, vorausgesetzt, dass bei dauernder Wertverminderung Abschreibungen vorgenommen würden — dass dagegen bei den „Trading Companies" — Effektenhandel treibenden Gesellschaften — der Tageskurs als der massgebende zu betrachten sei[4]).

---

[1]) Van Oss a. a. O., S. 35.

[2]) Die Emissionen der beiden folgenden Jahre (Economist, 1891, S. 1649; 1892, S. 1610) dienten nur zur Beschaffung flüssiger Kapitalien oder waren solche von nur formal neuen, nämlich aus alten rekonstruierten Gesellschaften.

[3]) Economist, 1890, S. 1504.

[4]) Simon, Die Bilanzen der Aktiengesellschaften, S. 333.

Trotz aller Missgeschicke waren aber die Verluste der Trustgesellschaften nicht sogleich klar erkennbar, weil man zunächst mit der Aufstellung der Bilanzen ziemlich willkürlich vorging. Die volle Wirkung der rückgängigen Konjunktur wurde erst in den folgenden Jahren, besonders 1893, offenbar[1]). Es trat dabei zunächst der Unterschied zwischen dem ursprünglichen Investment-Typus und den jüngeren Finanzgesellschaften hervor.

Wie die Dividendentabelle (S. 42—43) für die älteren Gesellschaften — die sich ja auch nicht alle an ihr ursprüngliches Prinzip gehalten hatten — zeigt, vermochte der bei weitem grösste Teil von ihnen regelmässig seine Vorzugsdividenden zu bezahlen und brauchte nur seine Stammaktiendividende zeitweilig zu erniedrigen, ein Beweis für die Lebensfähigkeit des Investment-Prinzips. In tatsächliche Bedrängnis, die zu einer Kapitalreduktion führte, gerieten nur drei von ihnen — und auch hier war die Gefährdung keine bedeutende[2]). Verhältnismässig stark aber waren ihre Kursschwankungen, was seine Erklärung in dem allgemeinen Pessimismus findet, der das Publikum fast allen Trustwertpapieren gegenüber unterschiedslos ergriff.

Bei den meisten der übrigen Trusts aber musste man jetzt auf seine Bestände Verluste konstatieren, die bis zu 40 und 60% des Gesellschaftskapitals gingen[3]). Die Folge war, dass viele derselben liquidierten oder sich zu neuen Gesellschaften rekonstruierten. Wenn eigentliche Bankerotte nicht vorgekommen zu sein scheinen, so hat das seinen Grund darin, dass man mit der Kontrahierung von Obligationenschulden, die ja meist den

---

[1]) Van Oss a. a. O., S. 45, 108.

[2]) Bei der Railway Share Trust Co. wurde 1894 der Nominalbetrag der Anteile um 20%, bei der Omnium Investment Co. 1895 um 10% herabgesetzt, dafür die Vorzugsdividende, wie die Tabelle zeigt, erhöht. Bei der Municipal Trust Co. fanden allerdings mehrfach stärkere Kapitalreduktionen statt. — Wenn oben gesagt wurde, dass das durch die Tabelle gekennzeichnete Ergebnis die Möglichkeit der Durchführung des Investmentprinzips beweise, so gilt das natürlich unter dem Vorbehalt, dass der Wert der Investierungen der Gesellschaften stets dem bilanzmässigen Ansatz entsprach. — Vgl. darüber jedoch S. 45.

[3]) Economist, 1893, S. 876, 1255.

Dividenden der vor 1887 kreierten, an der Londoner Börse notierten Trustanteile in den Jahren 1887—1898

(Zusammengestellt nach den Jahrbüchern von Burdett und Skinner und dem Kurszettel des Economist.)

		1887	1888	1889	1890	1891	1892	1893	1894	1895	1896	1897	1898	Kurs 28. VI. 1890	Kurs 30. XII. 1893
Governments Stock and other Securities Inv. Tr. 1871 (früher: Gover. Stock Inv. Trust)	4½% V.-A.	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	105 108	70–74
	St.-A.	6	7½	7½	7½			1	--	1	1	1	1	112 115	28–32
Submarine Cables Trust 1871	6% Zert.	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	112 116	114 119
Globe Telegraph & Trust Co. 1873	6% V.-A.	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6		
	St.-A.	2⅜	3½	4⅝	5	5¼	4⅞	4⅝	4½	4⅛	4½	4½	5⅛		
Railway Debenture and General Trust Co. 1873 (früher: Railway Debent. Tr. Co.)	St.-A.	7	7	6	7	6	6	6	4	4	4	4	4½	110 120	55 65
Railway Share Trust Co. 1873	6(7½)% V.-A.	6	6	6	6	6	6	6	7½	7½	7½	7½	7½	126–128	104 107
	St.-A.	4	4	4	5	4	4	4	3	1	4	4	5	82½ 87½	40 45

American Investment Trust Co. 1879	5% V.-A.	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	114—117	117—122
	St.-A.	6	6 1/2	6 1/2	7	7	8	8	6 1/2	6 1/2	5 1/2	5 1/2	5	120—123	113—118
Foreign & Colonial Governments Trust Co. 1879	5% V.-A.	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	125—128	119—123
	St.-A.	7	7	8	8	8	6	5 1/2	5 1/2	5 1/2	5	4 1/2	5	140—144	93—98
Municipal Trust Co. 1879	5% V.-A.	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	100—103	90—95
	St.-A.	4	5	6	8	7	6	5	2	—	—	—	—	112—116	77—81
Omnium Investment Co. (früher: Omnium Securities Co. 1879.)	4 1/2(5)% V.-A.	4 1/2	4 1/2	4 1/2	4 1/2	4 1/2	4 1/2	4 1/2	4 1/2	5	5	5	5	99—101	54—59
	St.-A.	7	7	7 1/2	7 1/2	2 1/2	1	—	—	—	1	1	1	—	—
Railway Investment Co. 1881	4% V.-A.	4	4	4	4	4	4	4	3 1/2	4	4	4	4	101—103	96—98
	St.-A.	1/8	1/5	1/2	1	1	1	1/4	—	1/8	1/4	1	1	26 1/2—27 1/2	13 1/2—14 1/2
Foreign American & General Investm. Tr. Co. 1883	5% V.-A.	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	114—117	100—103
	St.-A.	6	6	7	7	7	5	5	3	3	2 3/4	3	3	116—120	55—60
Mercantile Investment & General Trust Co. 1884	5% V.-A.	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	115—118	32—87
	St.-A.	6 1/2	7	7	7	7	5	5	3	2 3/4	2 1/2	2 1/2	2 1/2	116—119	32—37
United States and South American Inv. Tr. Co. 1886	5% V.-A.	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	104—107	72—77
	St.-A.	5	7	6	6	5	3 1/2	2 1/2	2	2	2	1 1/2	1	102—105	35—40

einzigen wirklichen Passivposten in der Bilanz der Gesellschaften bildeten, sehr vorsichtig gewesen war und sie nur bis zu einem Bruchteil des Aktienkapitals ausgegeben hatte[1]).

Mehr noch aber als die tatsächliche Lage der Trusts hatte sich die Meinung des Publikums von ihnen verschlechtert. Während früher der Name allein Gegenstand allgemeinen Vertrauens gewesen war, wurde er jetzt zur Bezeichnung des verwerflichsten Börsenschwindels. Die Kursrückgänge waren so bedeutend, dass die Trustanteile zu den am meisten schwankenden Börsenpapieren zählten. Nach einer Zusammenstellung im Economist[2]) hatte sich der Kurswert der Aktien und Obligationen von etwa 30 der bekanntesten Trusts im Jahre 1893 gegen seinen Emissionswert um 33 % gesenkt, was man wohl als die durchschnittliche Entwertung der Trustpapiere überhaupt auffassen kann. Viel grösser würde der Verlust natürlich noch erscheinen, wenn man statt des Emissionskurses den höchsten erreichten Kurs berücksichtigen würde.

Erst seit dem Jahre 1895 hob die wieder steigende Konjunktur auch die Lage der so tief gesunkenen Trustgesellschaften. Es scheint, als ob sie sich in den folgenden Jahren die Erfahrungen der Krisis zu nutze gemacht und sich zu einem grossen Teil ihrem ursprünglichen Zweck, der eigentlichen Kapitalanlage, wieder genähert hätten[3]). Wenigstens gelang es ihnen nach den vielen erfolgten Sanierungen, wobei man vernünftigerweise auch meistens die Gründeranteile beseitigte, regelmässig die Dividenden ihrer Vorzugsaktien zu bezahlen und für ihre Stammaktien noch etwas zu erübrigen. Immer mehr kam dann auch die periodische Veröffentlichung der Effektenbestände wieder in Uebung. Neugründungen von Trustgesellschaften sind, obwohl das Publikum allmählich wieder Vertrauen zu ihnen gewann, verhältnismässig selten gewesen; die Umsätze in ihren Anteilen im Börsenhandel

---

[1]) Investors Review, 1894, Bd. III, S. 80.
[2]) 1893, S. 1083.
[3]) Economist, 1895, S. 713; 1896, S. 653; 1898, S. 423.

waren sehr gering; es scheinen vielmehr heute wieder nur ganz bestimmte Interessentenkreise zu sein, die sich um sie zwecks fester Vermögensanlage bekümmern.

Dafür aber kommen sie, wie es bisher durchaus den Anschein hat, über die gegenwärtige Depression leidlich sicher hinweg. Es ist sogar zu konstatieren gewesen, dass sich sowohl ihre Dividenden wie der Kurs ihrer Anteile in den beiden letzten Jahren erhöht haben. Jedoch zeigt sich trotzdem bei sehr vielen Gesellschaften noch eine starke Differenz zwischen der Bewertung der früher zu teuer gekauften Effekten in der Bilanz und ihrem Wert nach dem Tageskurse[1]). Solange diese nicht ausgeglichen bezw. durch hinreichende Kursreserven wett gemacht ist, können die Verhältnisse einer Kapitalanlagegesellschaft trotz steigender Dividenden kaum als befriedigend bezeichnet werden.

Fragen wir nach den Resultaten, welche sich für uns aus der eben beobachteten Entwicklung der Trustgesellschaften von 1887—1900 ergeben, so giebt es zwei Gesichtspunkte, unter welchen wir dieselben betrachten können, nämlich je nachdem, ob wir sie ihrer ursprünglichen Idee nach als Investment Trusts auffassen oder als Finanzgesellschaften behandeln, die sie ja tatsächlich längere Zeit gewesen waren. Damit soll allerdings nicht gesagt sein, dass letzterer Typus dem ersteren gleichsam als gleichgeordnet gegenüberzustellen sei. Wie uns unsere Betrachtung zeigte, ist er vielmehr kaum mehr gewesen, als eine zeitweilige Entartung der ursprünglichen Kapitalanlagegesellschaften. Diese muss aber deshalb hervorgehoben werden, weil die englischen Trustgesellschaften gerade in dieser Form weiteren Kreisen bekannt wurden; es vermag ferner dieser ihr — wenn auch nur vorübergehender — Charakter allein zu erklären, dass man in Deutschland eine grössere Anzahl von Finanzgesellschaften, die sich niemals mit Kapitalanlage befasst haben, nach den englischen Trustgesellschaften benannte, vielleicht sogar ihnen teilweise direkt nachbildete.

Was die Investment Trusts betrifft, so ist schon oben ihr

---

[1]) Economist, 1900, S. 147; 1901, S. 192, 277, 1806.

Prinzip als ein im Grunde gesundes und vom sozialen Standpunkt wertvolles anerkannt worden. Jedoch wurde schon nach der Betrachtung der älteren Gesellschaften darauf hingewiesen, dass ein prinzipieller Mangel ihrer Organisation die Stellung der Direktoren sei, deren Nachteile nur durch eine entsprechende scharfe Kontrolle von seiten der Beteiligten einigermassen ausgeglichen werden könnte.

Die in diesem Verhältnis liegende Gefahr, durch das System der „Gründeranteile“ noch verschärft, kam zu Ende der achtziger Jahre zum Ausbruch. Den Anstoss hierzu gab wohl besonders die Schwierigkeit einer rationellen Kapitalanlage bei dem zeitigen hohen Kursstande. Das Publikum aber wollte die Vorteile eines Kapitalanlageprinzips geniessen, ohne die Konsequenzen für die Art seiner Verwirklichung und die persönliche Mitarbeit zu ziehen. Infolgedessen konnte sich eine Geschäftsgebahrung entwickeln, die für eine Investmentgesellschaft jedenfalls im höchsten Grade ungeeignet war. Zum Schluss blieb der bei solchen Vorgängen übliche Krach natürlich nicht aus. Darauf allgemeine Entmutigung und seitdem wieder ein ruhiger Verlauf der Geschäfte, der so sehr seinem ursprünglichen Zweck zu entsprechen scheint, dass man die Investment Trusts heute in der Oeffentlichkeit kaum erwähnt findet.

Die Erklärung für letzteres ist unschwer zu finden. Die Trusts sind keine Mode mehr; man glaubt nicht mehr durch einfachen Erwerb eines Anteils an der Börse genug getan zu haben, sondern die wenigen Kreise, die zu dieser Art der Kapitalanlage noch Vertrauen haben, bilden ein wenig wechselndes Interessentenpublikum — dies zeigen die geringen Börsenumsätze —, das auf periodische Veröffentlichung der Bestände sieht und sich um die Schicksale des betreffenden Institutes bekümmert.

Der hauptsächliche Hinderungsgrund für eine weitere Verbreitung des an und für sich so einleuchtenden Prinzips des Investment Trust bleibt auf jeden Fall die notwendige Verfügungsfreiheit der leitenden Stellen. Die Möglichkeit des Missbrauchs derselben kann allerdings durch eine genaue Kontrolle der Beteiligten ausserordentlich eingeschränkt, vielleicht

sogar bei besonders durchgebildeter Organisation gänzlich ausgeschlossen werden. Dies alles aber ist mit Schwierigkeiten verknüpft, die nicht so leicht zu überwinden sein dürften.

Aus diesem Grunde hat der Investment Trust wohl auch in Deutschland bisher keine Nachahmung gefunden, obwohl zuweilen Anregungen dazu hie und da auftauchen [1]). Zweifellos wären auch bei uns die Bedingungen gegeben, durch eine solche Einrichtung vielen kleinen Sparern eine bessere Verzinsung ihres Kapitals zu ermöglichen, als sie jetzt auf ihre Staatspapiere oder Sparkasseneinlagen erhalten. Exotische Staats- und Eisenbahnanleihen, inländische Industrieobligationen, Vorzugsaktien, vereinzelt auch Aktien wären als Anlagepapiere wohl geeignet. Gelingt es aber nicht, eine Organisation zu errichten, welche die mit einer solchen Kapitalverwaltung verknüpften Gefahren auf ein Minimum reduziert [2]), so ist es immerhin besser, die kleinen Besitzer begnügen sich mit ihrem jetzigen — sofern sie nicht spekulieren — niedrigen aber sicheren Einkommen, als dass sie sich der Möglichkeit grosser Verluste aussetzen. Ein Institut, dessen Anteile man nur an der Börse zu erwerben braucht, um bei gleicher Sicherheit der Anlage seine Zinseinnahme von 3½ auf 5 % zu steigern, kann ein Investment Trust nach den bisherigen Erfahrungen nicht werden. Dazu sind die in seinem Wesen naturgemäss liegenden Möglichkeiten der Entgleisung viel zu zahlreich und gefährlich. Sein dauerndes Gedeihen setzt die Existenz eines beständigen und gleichsam „familiären" Interessentenkreises voraus.

Was nun den Typus der Financial Trusts betrifft, so hiesse es den Tatsachen Gewalt antun, wollte man aus ihren verworrenen Spekulationsmanövern wohlüberlegte Finanzprinzipien herauslesen. Ihr Streben war ein möglichst hoher Effektengewinn: diesen versprach natürlich besonders der

---

[1]) Vgl. z. B. Berl. Tageblatt, 28. Sept. 1901 („Trust für Dividendenpapiere").

[2]) Grundbedingung wäre natürlich weitgehendste Publizität und eine fortwährende Kontrolle der Geschäftsführung durch die Beteiligten und die Finanzpresse an der Hand häufiger Effektenbestandslisten.

Effektenhandel; wo aber die Veräusserung der Wertpapiere nicht tunlich war, behielten die Trustgesellschaften, als eine Art von „Ablagerungsstätte für nicht realisierbare Werte", dieselben einfach in ihrem Besitz, gaben an ihrer Stelle eigene Aktien und Obligationen aus und brachten sie somit auf indirektem Wege ans Publikum. Ob dieses System bei ihrem Geschäftsbetrieb im Vordergrund gestanden hat, wird kaum festzustellen sein; für diese Betrachtung genügt es auch, zu wissen, dass die englischen Trustgesellschaften tatsächlich ein solches eigenartiges Emissionsgeschäft betrieben haben, welches, bei ihnen mehr spontan und regellos entstanden, bei den deutschen Trustgesellschaften als bewusstes Finanzierungsprinzip auftritt. Es lohnt sich daher vielleicht einen kurzen Blick auf die bisherigen Erfahrungen zu werfen, um sie später verwenden zu können.

Wie schon hervorgehoben, zeigt diese Finanzierungsmethode eine gewisse Aehnlichkeit mit der unserer Hypothekenbanken [1]): in beiden Fällen werden der kapitalbedürftigen Unternehmung die gewünschten Mittel nicht direkt vom Kapitalisten gewährt, sondern durch Vermittlung eines Finanzinstituts, das die betreffenden Forderungs- bezw. Anteilrechte erwirbt und dafür eigene Wertpapiere ausgiebt. Hauptsorge des letzteren muss es in beiden Fällen sein, für eine genügende Solidität und Liquidität seiner Mittel zu sorgen. In beiden Beziehungen ergeben sich jedoch starke Verschiedenheiten zwischen Hypothekenbank und Trustgesellschaft, und zwar im wesentlichen als Folge der verschiedenen Natur der Unterlagen ihrer eigenen Emissionen.

Was die Solidität betrifft, so ist die Anlage einer Hypothekenbank, wenn diese eine genügende Vorsicht bei ihren Geschäften beobachtet, stets derart, dass sowohl der jährliche Ertrag wie das Kapital der Anlage nahezu auf jeden Fall gesichert ist. Ganz anders die Trustgesellschaft: diese erwirbt nicht pfandmässig sichergestellte Forderungsrechte, sondern hauptsächlich Anteile an Unternehmungen, deren Ertrag und deren nach diesem berechneter Wert Schwankungen

[1]) Vgl. S. 3.

unterworfen ist. Letztere können je nach der Natur der Effekten allerdings grösser oder kleiner sein; gänzlich zu vermeiden sind sie nur unter ganz bestimmten Verhältnissen.

Aus der Unbestimmtheit der Verzinsung ihrer Anlage ergiebt sich zunächst, dass die Trustgesellschaft auf Grund ihres Effektenbesitzes im allgemeinen nur solche Wertpapiere ausgeben darf, deren Erträgnis den Schwankungen ihrer eigenen Einnahmen zu folgen vermag, mit anderen Worten, sie kann, wenn sie nicht in Schwierigkeiten geraten will, hauptsächlich nur Aktien ausgeben und Obligationen höchstens zur Verstärkung des Aktienkapitals heranziehen. Diese Forderung einer rationellen Finanzpolitik hatten die englischen Trusts — ob bewusst oder mehr unwillkürlich, mag dahingestellt bleiben — durchaus erfüllt; es scheint, dass es diesem Umstande hauptsächlich zu verdanken war, dass trotz der starken Depression eigentliche Bankerotte vermieden wurden.

Mit dem schwankenden Ertrag der von den Trusts besessenen Effekten schwankt natürlich auch infolge der besonders bei Wertpapieren fortwährend sich vollziehenden Neueinschätzung der Ertrags w e r t der Anlage. Das ist für die Geschäftsführung der Finanzgesellschaft von weitestgehender Bedeutung: trägt ein Wertpapier jährlich 6 % und beläuft sich nach dem für seine Kategorie in Betracht kommenden Zinsfusse sein Ertragswert auf 120 % des Nominalbetrages, so geniesst die Trustgesellschaft, wenn sie das Effekt zu jenem Preise erworben hat, eine tatsächliche Verzinsung ihrer Anlage von 5 % pro Jahr. Steigt die Dividende nun von 6 auf 7 %, so ergiebt sich ausser der höheren Verzinsung noch ein Kapitalgewinn von 20 %, sinkt die Dividende im nächsten Jahre auf 5 %, so tritt zu dem niedrigeren Zinse ein Kapitalverlust von 40 %. — Am einfachsten ist die Frage zu lösen für nicht börsenmässig gehandelte Wertpapiere. Für diese kann sich das Finanzinstitut nach den durchschnittlichen Erträgnissen einen Wert berechnen, der je nach den Verhältnissen auf die Dauer berichtigt werden kann. Eine weit grössere Schwierigkeit erwächst jedoch, wenn die besessenen Effekten einen Börsenkurs besitzen, der nicht nur allen Veränderungen ihres Ertragswertes folgt, sondern oft — je nach der Stärke

des spekulativen Elementes bei der Preisbildung — denselben nach oben und unten stark überschreitet.

Um willkürlicher Bilanzaufstellung bei Aktiengesellschaften vorzubeugen, hat man vielfach die gesetzliche Bestimmung getroffen, dass besessene Effekten höchstens zum jeweiligen Tageskurs aufgenommen werden dürfen. Rechtlich möglich ist es daher, wenn sonst keine Beschränkungen vorhanden sind [1]), ohne weiteres den Tageskurs als den massgebenden anzunehmen. Dass dieser Weg für Trustgesellschaften völlig ungangbar ist, zeigt das Beispiel der englischen Gesellschaften. Er führte zunächst zu enormen rechnungsmässigen Gewinnen, die man, ohne sie realisiert zu haben, verteilte, um sich nach kurzer Zeit noch viel grösseren Verlusten gegenüber zu sehen, zu deren Ausgleich dann die Reserven fehlten. — Solchen Erscheinungen vorzubeugen ist jedenfalls eine der wichtigsten und schwierigsten Aufgaben der Geschäftspolitik der Trustgesellschaften. Welche Massnahmen dazu im einzelnen zu ergreifen sind, ob vorsichtige Bilanzierung und Ansammlung stiller Reserven oder bedeutende Kursrücklagen oder überhaupt Zurückhaltung vom Erwerb solcher Wertpapiere, die starken Kursschwankungen unterworfen sind, das ist Sache der Geschäftspraxis. Ihre Tendenz muss jedenfalls darauf als Hauptziel gerichtet sein, das Vermögen der Gesellschaft stets intakt zu halten und daher einerseits die Verteilung von Kapitalgewinnen nur dann zuzulassen, wenn diese nicht nur aus gewissen Gewinnchancen herausgerechnet, sondern als dauernder Vermögenszuwachs anzusehen sind, andererseits der Möglichkeit von Verlusten durch solche Reserven vorzubeugen, welche der Natur der besessenen Effekten entsprechen.

Was nun die Forderung einer genügenden Liquidität der Mittel betrifft, so ergeben sich ebenfalls starke Differenzen zwischen der Hypothekenbank und der Trustgesellschaft. Die erstere kann, ohne in Schwierigkeit zu geraten, ihre gesamten verfügbaren Kapitalien zu Darlehen verwenden; eine Bereithaltung flüssiger Mittel für den Fall, dass sie keine neuen

---

[1]) Vgl. jedoch die Bestimmungen des deutschen Handelsrechts unten S. 73.

Obligationen mehr an den Markt bringen könnte, aber doch noch zu weiterer Kreditgewährung gezwungen wäre, ist im allgemeinen unnötig, da sie jederzeit ihre Kreditgewährung einstellen kann. Ganz anders die Trustgesellschaft. Hier kann, besonders in kritischen Zeiten, eine rechtlich oder wirtschaftlich unabweisbare Notwendigkeit entstehen, Unternehmungen, die noch in der Entwicklung begriffen oder in Not geraten sind, neue Kapitalien zuzuführen, und zwar pflegt dies meist zu Zeiten zu geschehen, in denen der Trustgesellschaft die Aufnahme neuer Mittel sehr erschwert ist. Besonders ist das der Fall, wenn sie dieselben durch Aktienemission beschaffen muss. Es ergiebt sich daraus die Forderung, dass ein Teil ihres Kapitals so angelegt sein muss, dass er binnen kurzem zu solchen Zwecken zur Verfügung steht.

Anders verhält es sich, wenn die Trustgesellschaft Obligationen emittieren kann. Wie die Erfahrung lehrt, ist gerade zu einer Zeit, in der das Publikum sein Vertrauen zu den Dividendenpapieren verliert, die Emission festverzinslicher Wertpapiere nicht nur möglich, sondern oft sogar besonders erleichtert. Deshalb kommt der oben angeführte Gedanke der Inhibierung der Kreditgewährung für Hypothekenbanken praktisch kaum in Betracht. Gelingt es nun einer Trustgesellschaft, durch eine entsprechende Finanzpolitik sich ihr Kapital vorzüglich mittels Obligationen aufzubringen, welchen, ähnlich wie den Pfandbriefen der grossen Hypothekenbanken, ein weiter Markt offen steht, so ist die Bereithaltung flüssiger Mittel für Nachzahlungen möglicherweise in nur geringerem Masse erforderlich. Natürlich sind dann die Anforderungen an die Regelmässigkeit der Einnahmen viel höhere, als wenn diese nur zur Bezahlung einer veränderlichen Aktiendividende zu dienen haben [1]).

Wie schon im einzelnen bemerkt, hatte die Geschäftspolitik der englischen Financial Trusts in fast allen Beziehungen versagt. Der einzige naheliegende Fehler — könnte man sagen —, den sie nicht gemacht hatten, war der, auf Grund

[1]) Vgl. in dieser Beziehung besonders die Eisenbahnrentenbanken, Kap. V.

ihres Aktienbesitzes Obligationen auszugeben. Im übrigen aber hatten sie nicht nur ihr Kapital unsolide im ganz gewöhnlichen Sinne angelegt, d. h. ihre Effekten zu einem Preise erworben, der weit über ihrem Ertragswert stand, sondern auch alle durch künstliche Kurstreiberei entstandenen scheinbaren Gewinne verteilt und sich dazu noch dermassen in ihren Unternehmungen festgefahren, dass sie, als die Krisis kam, völlig hilflos dastanden.

Man wird kaum behaupten, dass die englischen Finanzierungstrusts durch ihr erstes Auftreten einen günstigen Eindruck hervorgerufen hätten, und es liegt nahe, ihrer ephemeren Bedeutung keine weitere Beachtung zu schenken. Vielleicht lohnt es sich aber doch, sich einige Klarheit zu verschaffen über diejenigen Erscheinungen, welche einer, wie wir noch sehen werden, nicht bedeutungslosen Entwicklungstendenz bei unseren Finanzassoziationen den Namen gegeben, vielleicht auch zum Teil als Vorbild gedient haben.

Drittes Kapitel

Die Minentrustgesellschaften als Hauptvertreter des Typus der Aktienkontrolltrustgesellschaften

Wir beobachteten im vorigen Kapitel, wie die Bedeutung des Wortes „Trustgesellschaft", welches früher nur die eigentlichen Kapitalanlagegesellschaften bezeichnet hatte, infolge der eigentümlichen Entwicklung der letzteren sich erweiterte und auf die neuentstandenen Finanzgesellschaften übertrug. In dieser Bedeutung fand es nun auch Anwendung auf gewisse finanzielle Assoziationen, welche die besonders im letzten Jahrzehnt emporgeblühte Minenindustrie hervorrief. Dieselben berühren sich in vielem mit eigentlichen Gründungs- und Emissionsgesellschaften, zeigen daneben aber doch gewisse eigenartige Züge.

Obwohl die Nachrichten über die sogen. „Mining Trusts" recht spärlich sind, so sei das wenige, was über sie zu erfahren war, doch hier zusammengestellt, damit dieser wichtige Typus der heutigen englischen Trustgesellschaften nicht völlig vernachlässigt bleibe.

Wie in der Einleitung bemerkt, waren die Tendenzen, denen die Minentrusts vorzugsweise dienen, schon im amerikanischen Eisenbahnwesen beobachtet worden. Mit demselben hat das vorliegende Gebiet des Goldbergbaus, besonders Südafrikas, zwei wichtige Eigenschaften gemeinsam, nämlich: erstens den monopolistischen Charakter des ganzen Unternehmungsgebietes, und zweitens die beherrschenden Einflüsse weniger kapitalstarker Finanzgruppen. Die kolossale Macht, über welche letztere besonders in Südafrika

verfügen, hat ihnen eine gewisse Berühmtheit verliehen[1]: jene Namen wie Rhodes, Robinson, Barnato, Beit, Eckstein, Goerz, Albu dürften heute auch einem weiteren Publikum bekannt sein.

Ihre Herrschaftsbestrebungen aber sind nicht nur auf alleinige Gewalt über die Minen und Goldfelder gerichtet, sondern sie gehen ebenso auf eine planmässige Beherrschung der Arbeitskräfte, der öffentlichen Gewalten, der Geldmärkte. Der Geltendmachung dieser Einflüsse dienen nun in gewissen Beziehungen auch die Trustgesellschaften.

Das Auftreten derselben in grösserer Zahl datiert von dem mächtigen Aufschwung, den die Witwatersrandindustrie und in Verbindung damit die Spekulation in ihren Aktien besonders seit 1894/95 nahm. Der Anreiz zu letzterer lag hauptsächlich in den günstigen Aussichten, welche die Berichte zweier Ingenieure über den Transvaalgoldbergbau eröffneten[2]: es waren das der Amerikaner Hamilton Smith[3], der im Auftrage des Londoner Hauses Rothschild, und der preussische Bergrat Schmeisser[4], der in Vorbereitung der 1894er Währungsenquête Südafrika bereist hatte. Eine stürmische Haussespekulation trieb den Wert der auf dem Londoner Kurszettel notierten Witwatersrandaktien von 19752615 £ am 2. Januar 1894 auf 55351537 £ am 31. Dezember 1894[5].

Der hohe Kursstand der Aktien legte den Besitzern verschiedentlich den Wunsch nahe, einen Teil des Gewinnes in Sicherheit zu bringen. Durch direkten Verkauf der Wertpapiere an der Börse war dies praktisch nicht möglich, denn sobald es bekannt geworden wäre, dass einer jener Magnaten als Verkäufer auftrat, wäre der ganze Markt in eine wilde Deroute übergegangen. Ausserdem aber hätte von den Aktien

---

[1]) Deutscher Oekonomist, 1895, S. 675.

[2]) Bankers' Magazine, 1895, Bd. II, S. 332 ff.

[3]) Bericht in der „Times", 17. Jan. 1893.

[4]) „Ueber Vorkommen und Gewinnung der nutzbaren Mineralien in der südafrikanischen Republik." — Berlin 1894.

[5]) Abraham, Die Ausschreitungen der Witwatersrand Gold Shares Spekulation im Jahre 1894, S. 7.

der einzelnen Minengesellschaften nur eine Minderheit verkauft werden können, da man durchaus nicht gewillt war, die so wertvolle Herrschaft über dieselben aus der Hand zu geben. Es war also eine besondere Methode von nöten.

Diese fand man in der Errichtung von Trustgesellschaften, welche man vielfach mit dem Namen „Bank" verzierte und in die man seinen Aktienbesitz einbrachte [1]). Zugleich wurden die Verkäufer unumschränkte Leiter der Gesellschaften. Um diese nicht zu sehr unter die Beaufsichtigung des englischen Kapitalmarktes geraten zu lassen, errichtete man sie vielfach vorsichtigerweise in Südafrika selbst und war mit Publikationen über sie äusserst karg. Bei dieser Sachlage wird es kaum nötig gewesen sein, dass die Leiter stets die Majorität der Aktien der Bank in ihrem Besitz behielten, um sie ganz nach ihrem Willen regieren zu können. Gab die Bank nun noch Obligationen aus, so war es möglich, einen verhältnismässig grossen Bruchteil des Kapitals aus den Unternehmungen herauszuziehen, ohne seine dominierende Stellung zu gefährden. Derartige Trustgesellschaften waren z. B. die:

Johannisburg Consolidated Investment Company, gegründet 1889,

Robinson South African Banking Company, gegründet 1895,

Barnato Bank Mining & Estates Corporation, gegründet 1895 [2]),

Barnato Consolidated Mines, gegründet 1895.

---

[1]) Economist, 1895, S. 1075. — Statist 1895, Bd. II, S. 470. — Investors Review, 1895, Bd. VI, S. 226. — Bankers Magazine 1896, Bd. I, S. 197.

[2]) Wie eigenmächtig die Verwaltungen dieser „Banken" mit ihren Instituten verfuhren, und welche lächerlichen Farcen den einflusslosen Aktionären gegenüber dabei herauskamen, zeigt eine Notiz im Economist 1895 (S. 1528): Als die Barnatobankaktionäre an dem Werte ihres Besitzes zu zweifeln anfingen, veröffentlichte die Geschäftsleitung — natürlich Barnatogruppe — ein Zirkular, in welchem ausgeführt wurde, dass die Vorbesitzer der von der Bank erworbenen Effekten — also dieselbe Barnatogruppe — der Bank Rückkauf der Wertpapiere zu gleichem Kurse angeboten hätte. Die Verwaltung aber habe dieses Anerbieten nicht angenommen, da sie einen durchaus günstigen Ankauf mit denselben gemacht habe u s. w.

Ein anderer — und wohl bei weitem grösserer — Teil der Trustgesellschaften aber entwickelte sich aus anfänglichen Landexplorationsgesellschaften, und zwar auf folgende Weise [1]): Es wurden, natürlich auch unter der Aegide und Herrschaft einer jener führenden Firmen, zunächst Landexplorationsgesellschaften gegründet, die ein grösseres Gebiet erwarben und darauf durch ihre Ingenieure schürfen liessen. Die einzelnen goldreichen Distrikte verteilten sie dann an Tochtergesellschaften oder „Subkompanien", welchen die Aufgabe der Bodenerschliessung und -ausbeutung zufiel. So teilte die ursprüngliche „Exploration Company" ihren Landbesitz allmählich auf, erhielt dafür die Aktien der einzelnen Minen und wurde so zur „Trust Company". Als bekannte Gesellschaften dieser Art sind zu nennen die

Consolidated Goldfields of South Africa, gegründet 1887,
Rand Mines, gegründet 1893,
General Mining & Finance Corporation, gegründet 1895,
A. Goerz & Co., gegründet 1897 [2]).

Einen Einblick in die Vermögenslage einer solchen Gesellschaft gewährt nebenstehende Bilanz der Goerz-Gesellschaft.

Danach ist die Hauptanlage Aktien- und Obligationenbesitz, und zwar, wie das unten beigegebene Verzeichnis der einzelnen Unternehmungen zeigt, in erster Linie Goldminenwerte, dann aber auch Beteiligungen an wichtigen Hilfsindustrien, wie Kohlengruben und elektrischen Kraftwerken. Bedeutend ist ferner der Besitz an Bergrechten, die den zu gründenden Subkompanien zur Ausbeutung übergeben werden. Unter den „verschiedenen Beteiligungen" werden wahrscheinlich solche im Entstehen begriffenen Unternehmungen verstanden sein. Eigener Betrieb fehlt vollständig.

Die Tätigkeit einer solchen Trustgesellschaft beschränkt sich nun durchaus nicht auf die Handhabung der Koupon-

---

[1]) Statist, 1895, Bd. II, S. 210, 470. — Investors Review, 1895, Bd. VI, S. 205 ff., 362. — Raffalovich, Le Marché Financier, 1895—1896, S. 115 ff.

[2]) Die beiden letzten haben für die deutsche Finanzwelt eine besondere Bedeutung, weil der General Mininggesellschaft die Dresdener Bank und Görz die Deutsche Bank nahe steht.

A. Goerz & Co. limited

Bilanz per 31. Dezember 1900[1])

Aktiva	£	Passiva	£
Aktien u. Obligationen	624 026	Eingezahltes Kapital .	865 000
Bergrechte („Claims") u. verschied. Beteiligung .	210 845	Reservefonds . . .	150 000
Hausbesitz (i. Johannesburg)	29 400	Unerhobene Dividende	1 288
Bureauinventar . . .	2 334	Kreditoren	369 025
Debitoren	265 303	Gewinn- und Verlustkonto	135 177
Vorschüsse gegen Effekten	127 578		
Bankguthaben u. Kasse	261 002		
	1 520 491[2])		1 520 491[2])

Die Unternehmungen, an welchen die Gesellschaft in grösserem Masse beteiligt war, sind folgende:

Geduld Proprietary Mines Co.
Geldenhuis Estate & Gold Mining Co.
Gold Patents Co.
Klerksdorp Exploration Land & Estate Co.
Lancaster Gold Mining Co.
Lancaster West Gold Mining Co.
May Consolidated Gold Mining Co.
Modderfontain Deep Levels Co.
Princess Estate and Gold Mining Co.
Rand Central Electric Works Co.
Rand Central Ore Reduction Co.
Roodeport Central Deep Co.
Roodeport United Main Reef Gold Mining Co.
Transvaal Consolidated Coal Mines.
Tudor Gold Mining Co.

schere. Ihre Herrschaft über die einzelnen Unternehmungen und damit über ein ganzes geschlossenes örtliches Gebiet hat vielmehr eine hohe technische Bedeutung. Da die einzelnen Grubenfelder oft sehr klein, die Schachte dagegen sehr tief sind, können die einzelnen Minen leicht in Kollision geraten. Dies wird verhindert durch die Zentralgewalt, welche mittels ihres herrschenden Einflusses Auseinandersetzungen zwischen den Minen herbeiführt, die von grossem Nutzen für das Ganze sind, bei freier Vereinbarung jedoch kaum gelängen.

[1]) Vgl. Bericht der Gesellschaft für 1900.

[2]) Diese Endsumme ergibt sich bei Berücksichtigung der Shillinge und Pence, welche hier der Kürze halber fortgelassen sind.

Daneben stellt die kontrollierende Gesellschaft für diese Minen die leitenden und beaufsichtigenden Ingenieure, vertritt sie nach aussen, besonders in kaufmännischen und Börsenangelegenheiten in London, dient ihnen als Bankier, als Rechnungsrevisor, als letzte Instanz bei der Entscheidung über wichtige Schritte [1]).

Freilich hat dieses Verhältnis auch seine Nachteile. Die Trustgesellschaft nützt die ihr zustehende Gewalt natürlich nicht zum wenigsten zu ihrem Vorteil aus, der aber selbstverständlich nicht immer mit dem Vorteil der Subkompanien zusammenzufallen braucht. Vor allem dadurch, dass die ganze Geschäftsführung der verschiedenen Minen in vielen Beziehungen nach dem Prinzip eines einheitlichen Grossbetriebes organisiert ist, geraten dieselben in eine tatsächliche Abhängigkeit von der Centraltrustgesellschaft, die auch oft noch weiter dauert, nachdem die rechtliche durch Verkauf der Aktien gelöst ist. So kommt es nicht selten vor, dass die Aktionäre der Minengesellschaft den Druck der herrschenden Trustgesellschaft sehr unangenehm verspüren.

Sind die Minenaktien nun in den Handel gebracht, so erstreckt sich ihre Herrschaft auch zumeist auf deren Markt [2]). Der grosse Aktienbesitz der Trustgesellschaft, sowie ihr Einfluss auf den Geschäftsgang der Minen und die Veröffentlichungen darüber ermöglichen dieser recht einträgliche Börsenspekulationen. So soll es z. B. nicht ungewöhnlich sein, dass man die Minenaktien zu hohem Kurse emittiert, dann denselben fallen lässt — wozu man ja die mannigfachsten Mittel in der Hand hat —, zu niedrigem Preise zurückkauft und über kurz oder lang bei höherem wieder veräussert. Vereinigungen, Zerlegungen, Rekonstruktionen der Minengesellschaften sind bei diesen Operationen nichts Seltenes. Auch behauptet man, dass die Kleinheit ihres Kapitals oft dem Wunsche der Trusts entsprossen sei, den Markt ihrer Aktien möglichst unumschränkt beherrschen zu können [3]).

Es ist bisher nur von den Trustgesellschaften des südafrikanischen Goldbergbaues gesprochen worden; die dort ge-

[1]) Economist, 1898, S. 113.
[2]) Economist, 1897, S. 778; 1898, S. 1039.
[3]) Raffalovich a. a. O., S. 115 ff.

machten Beobachtungen wiederholen sich aber ähnlich auf dem westaustralischen [1]). Die dortige Produktion ist allerdings nicht so vollständig in den Händen weniger mächtiger Gruppen, sie ist dafür aber dem Einfluss aller möglichen Finanzkapazitäten leichter zugänglich [2]). Ein nicht zu unterschätzendes Moment ist hier ferner die weit unregelmässigere Lagerung des Goldes; die spekulative Seite der Unternehmungen, welche sich mit der Auffindung und der Ausbeutung der Lager beschäftigen, wird dadurch bedeutend erhöht [3]).

Diese Momente haben wohl dazu beigetragen, dass der „Westaustralian Market" der Londoner Börse an Bedeutung viel geringer, an heftigen Schwankungen viel reicher gewesen ist als der südafrikanische. Es wiederholten sich hier fast genau die Vorgänge der früheren Trustgesellschaften: mehrere Trusts unter gleicher Leitung, die einander in die Hände arbeiten und ihre Gewinne aus wahren Börsenfeldzügen erzielen, welche mit der „Einsperrung" eines Papiers und der Vergewaltigung der Gegner oder aber im Falle des Misslingens mit dem Ruin der Trusts enden [4]). Damit soll aber durchaus nicht der Anschein erweckt werden, als wenn alle Gesellschaften sich eine derartige Geschäftsgebarung hätten zu schulden kommen lassen. Denn naturgemäss kann der Charakter eines solchen Trust ein sehr verschiedener sein, je nachdem er mehr nach Art einer Financial Company das Börsengeschäft pflegt, oder sich, wie eine grosse industrielle Unternehmung, die nur die äussere Form einer Finanzgesellschaft hat, der Entwicklung seiner Anlagen widmet.

Nichtsdestoweniger aber waren die Schwankungen im Kurse aller Trustaktien im allgemeinen weit heftiger als in denen der einzelnen Minen, was wohl daher rührt, dass die

---

[1]) Economist, 1896, S. 324, 390. — Statist, 1896, Bd. I, S. 401, 429.

[2]) Economist, 1900, S. 665. — Statist, 1898, Bd. I, S. 477.

[3]) Statist, 1896, Bd. I, S. 247.

[4]) Besonders berüchtigt wurden auf diese Weise der Bottomleysche Westaustralian Market Trust (Economist, 1898, S. 648) und die Wrightsche London and Globe Financial Corporation (Vossische Zeitung, 19. Jan. 1901), die beide — der erste 1898 und die zweite 1900 — infolge verfehlter Spekulationsmanöver zusammenbrachen.

Verhältnisse eines Trust, welcher nicht regelmässig seine Bestände veröffentlicht und der in den „Claims“ einen fast nicht zu kontrollierenden Bilanzposten besitzt, unübersichtlicher sind, als die einer einzelnen Bergwerksgesellschaft. Daher reizen sie in Zeiten des allgemeinen Optimismus zu weitgehender Hausse, während dieselben Eigenschaften in der Depression zu entgegengesetzter Tendenz veranlassen [1]).

Die Minentrustgesellschaften, soweit wir sie hier betrachtet haben, sind also nicht nur Finanzgesellschaften; vermöge ihres weitgehenden kontrollierenden Interesses an ganzen Gebieten der Minenindustrie stellen sie als eine Art „Organisationen für Unternehmungsgewinne“ das führende Glied in einer besonderen Art grosskapitalistischer Organisation der Produktion dar, die eines gewissen einheitlichen und grossartigen Zuges nicht entbehrt.

Leider war eine eingehendere Darstellung derselben vom wirtschaftlichen Standpunkt aus nicht aufzufinden. Die Beschäftigung der Wissenschaft mit der südafrikanischen Goldproduktion hat sich bis jetzt vielmehr auf die Ergiebigkeit der Felder, die Technik der Goldgewinnung und die hieraus sich ergebenden Konsequenzen für die Währungsfrage bezogen, fast gar nicht dagegen auf die verwickelten Besitz- und Machtverhältnisse der Industrie [2]). Letzere kamen für die vorliegende Arbeit zwar nur in einer bestimmten Beziehung in Betracht, die wenigen hier aufgeführten Züge derselben aber lassen wohl schon erkennen, wie interessant es wäre, etwas mehr darüber zu erfahren, als die wenigen herrschenden Kapitalistengruppen in die Oeffentlichkeit dringen lassen; sie haben natürlich ein Interesse eher an allem andern als daran, das Publikum in die Geheimnisse ihrer Geschäftspolitik einzuweihen.

---

[1]) Economist, 1895, S. 1675.

[2]) Auch unter den hier zitierten Literaturstellen erwarte man keine auch nur einigermassen eingehende Betrachtung zu finden: dieselben weisen lediglich auf einzelne Züge der Trusts hin oder beschäftigen sich mit kleinen Episoden oder ganz individuellen Verhältnissen in ihrer Entwicklung.

Zweiter Teil

Die deutschen Trustgesellschaften

Viertes Kapitel

Wesen, Entstehung und Organisation der deutschen Trustgesellschaften

Die gemeinsame Eigentümlichkeit der verschiedenen Finanzinstitute, welche man gegenwärtig in Deutschland als Trustgesellschaften bezeichnet, ist jene eigenartige Form der Emission, welche die Wertpapiere der Unternehmungen, für welche sie Kapital beschaffen wollen, nicht direkt ans Publikum bringt, sondern statt deren die Aktien und Obligationen der Trustgesellschaft in Umlauf setzt.

Der Grund dafür, dass sie die Effekten nicht auf gewöhnlichem Wege emittiert, kann in einer wirtschaftlich oder rechtlich beschränkten Absatzmöglichkeit derselben liegen.

Im ersteren Falle handelt es sich einerseits um Unternehmungen, von denen man nicht annimmt, dass ihre Aktien in absehbarer Zeit überhaupt umlauffähig werden, andererseits um solche, deren spätere finanzielle Verselbständigung unbestimmt ist, auf jeden Fall eine längere Entwicklung voraussetzt. Unternehmungen, die hier in Frage kommen, sind zum Teil solche, welche der einzelne Kapitalist nicht überschauen und kontrollieren kann — sei es aus örtlichen, sei es aus technischen Gründen — und an welchen er sich daher nicht beteiligen würde. Zum Teil handelt es sich um Unternehmungen von nur lokaler Bedeutung, welche die zentralen Kapitalmärkte kaum interessieren, welche aber doch ihrer Hilfe nicht entraten können, weil die finanzielle Leistungsfähigkeit ihrer örtlichen Umgebung zu schwach ist, um sie wirksam zu unterstützen.

Stehen Anlagen grösserenUmfanges in Frage, so bietet ihre oft nur allmähliche Entwicklung ein Hindernis für ihre Verselbständigung: solange eine Aktiengesellschaft nur einen Teil ihres Kapitales verwenden und verzinsen kann, solange die endgültige Höhe desselben überhaupt noch zweifelhaft, die innere Organisation noch unausgebaut ist, wird man schwer Abnehmer für sie finden können. Dasselbe gilt für den Fall, dass man eine grössere Zahl kleiner Unternehmungen dadurch emissionsfähig machen will, dass man sie zu einer grösseren Gesamtunternehmung zusammenfügt: z. B. indem man aus mehreren kleinen Eisenbahnlinien eine grössere Lokalbahngesellschaft macht; zu allen solchen Organisationen ist eine langjährige Kapitalfestlegung vor der Emission erforderlich, wenn eine wirklich solide Unternehmung zustande kommen soll.

Dies ist aber mit der Technik des Emissionsgeschäftes, wie es die deutschen Bankhäuser betreiben, schwer vereinbar. In ihrem Charakter als Effektenhandel treibende Institute sind sie bestrebt, ihr Kapital möglichst schnell umzusetzen. „Nichts fürchtet eine moderne Emissionsbank so sehr, als dass sie auf die Dauer ihre Mittel in den Wertpapieren eines Schuldners festlegen muss“ [1]). Und was von den Obligationen gilt, gilt selbstverständlich auch von den Aktien. Dies dürfte auch ein Grund dafür sein — natürlich erst nach dem grösseren Risiko —, dass unsere Banken das Umwandlungs- vor dem eigentlichen Gründungsgeschäft so sehr bevorzugen. Allerdings kommt es auch vor, dass ein Finanzhaus Kapitalien mehrere Jahre freiwillig in einer Unternehmung festlegt, im allgemeinen ist dies — richtigerweise — aber nur eine Ausnahme und geschieht nur bei besonders aussichtsreichen Geschäften.

Es ist daher nicht zu verwundern, dass die Hilfe der Emissionsbanken versagte, als im letzten Jahrzehnt zwei aufstrebende Unternehmungsgebiete, das Kleinbahnwesen und die Elektrizitätsindustrie, mit einer grossen Zahl solcher Gründungsgeschäfte, wie oben geschildert, an sie herantraten.

---

[1]) Lotz, Art. „Emissionsgeschäft“ im Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Bd. III, S. 603.

Dieser Verlegenheit suchte man durch die Errichtung von Trustgesellschaften abzuhelfen. Ihre Funktion ist hauptsächlich auf dreierlei gerichtet: in erster Linie fassen sie die verschiedenen kapitalbedürftigen Unternehmungen finanziell zu einem grossen Ganzen [1]) zusammen und führen den noch in der Entwicklung begriffenen Anlagen nach Massgabe ihres Bedürfnisses die nötigen Mittel zu. Dieses „Omnium" bieten sie in Form ihrer eigenen Aktien und Obligationen dem Kapitalmarkt an; da sich in ihren Wertpapieren leicht ein ausgedehnter Markt bildet, so beteiligt sich der einzelne Kapitalist gern durch Aktien- oder Obligationenerwerb, da er Aussicht hat, seinen Besitz jederzeit realisieren zu können. Daneben ist es manchmal noch die Aufgabe der Trustgesellschaft, eine Kontrolle über die Unternehmungen auszuüben, die der einzelne Aktienbesitzer nicht vornehmen kann [2]). Endlich ist die Trustgesellschaft natürlich stets darauf bedacht, auch Gewinne aus dem Verkauf solcher Wertpapiere zu ziehen, deren Absatzmöglichkeit infolge glücklicher Entwicklung der betreffenden Unternehmungen gewachsen ist. Ein direkter Zwang dazu, wie bei den Emissionsbanken, besteht allerdings insofern nicht, als die Trustgesellschaft natürlich in erster Linie für den längeren Besitz der Wertpapiere geschaffen ist.

Ausserdem aber bietet die Einanzierungsmethode der Trustgesellschaften unter Umständen noch einen weiteren Vorteil folgender Art: Richtet das Finanzinstitut seine Kapitalanlage so ein, dass auf Grund der besessenen Effekten eine starke Obligationenausgabe stattfinden kann, so bedeutet dies eine grosse Erleichterung der Kapitalbeschaffung für solche Unternehmungen, welche nicht nur wegen ihrer geringen Bedeutung, sondern auch wegen ihrer niedrigen Rentabilität durch Aktienemission nicht finanziert werden könnten: Aktien, welche eine zwar wenig schwankende, aber niedrige Dividende von etwa 4—5 % pro Jahr erhalten, haben einen weit schwierigeren

[1]) Daher man die Trustgesellschaften auch wohl als „Omniumgesellschaften" bezeichnet (vgl. oben S. 23, Anm. 2).

[2]) Dies ist z. B. bei den ungarischen Eisenbahnrentenbanken der Fall, vgl. Kap. V.

Absatz als Obligationen, die etwas weniger hoch, aber festverzinslich sind. Setzt daher die Trustgesellschaft an die Stelle ihres Aktienbesitzes eine grosse Menge eigener Obligationen und einen geringen Betrag eigener Aktien, so „spaltet" sie sozusagen das Kapital und häuft die im einzelnen geringe Differenz zwischen der eingenommenen Verzinsung der besessenen Effekten und dem zu bezahlenden Obligationenzins zu einer unter Umständen bedeutenden Dividende für ihre Aktien an, die dann ihrerseits auch Abnehmer finden. Dabei kann das „Verteilungsprinzip" der Investment Trusts unter Umständen nützlich sein, indem es zur Ausgleichung des Ertrages der ganzen Kapitalanlage und zur Erzielung einer gleichmässigen Einnahme beiträgt, welche zur Obligationenverzinsung unerlässlich ist[1]). Natürlich werden die Trustgesellschaften dadurch nicht zu Kapitalanlagegesellschaften, denn im Vordergrunde steht bei ihnen das Finanzierungsprinzip: sie wollen Kapital für bestimmte Gebiete von Unternehmungen beschaffen; um dieses zu erreichen, kann es in einzelnen Fällen dienlich sein, festverzinsliche Wertpapiere auszugeben, welche zur Anlage kleiner Beträge benutzt werden können.

Eine Verteilung des Risikos kann ferner, volkswirtschaftlich betrachtet, hier die durchaus wertvolle Rolle spielen, eine Trustgesellschaft auch zu einem Unternehmen zu veranlassen, das in den ersten Jahren keine oder eine nur geringe Rente abwirft, weil seine anfängliche Dividendenlosigkeit von einer Trustgesellschaft leichter ertragen wird, da es in ihrer grossen Kapitalmasse verschwindet. Ihre Unternehmungstätigkeit kann sich so, bis zu einem gewissen Grade wenigstens, auf Gebiete ausdehnen, für welche man im allgemeinen nur die staatliche Unternehmung für geeignet hält, z. B. anfänglich oder zeitweilig unrentable Eisenbahnlinien.

Wie schon erwähnt, waren solche Erwägungen mass-

---

[1]) Dasselbe allein genügt jedoch im vorliegenden Fall nicht zur Erzielung einer hinreichend gleichmässigen Einnahme. Denn dazu wäre der Erwerb recht vieler verschiedener Wertpapiere nötig; dies aber schlösse eine wirksame Unterstützung der einzelnen Unternehmungen aus. Das Verteilungsprinzip kommt also nur sekundär neben anderen Massregeln zur Stabilisierung der Einnahme in Betracht.

gebend für die Errichtung zweier Hauptarten deutscher Trustgesellschaften, nämlich:

Erstens derjenigen, welche sich der Finanzierung von Eisenbahnen, besonders Kleinbahnen, gewidmet haben, und

zweitens derjenigen, welche die Kapitalbeschaffung für die Unternehmungen der elektrotechnischen Industrie übernahmen.

Die dritte Kategorie von Trustgesellschaften, welche wir in Deutschland beobachten, erwirbt solche Wertpapiere, für die eine rechtliche Unmöglichkeit der Emission wenigstens für eine bestimmte Zeit besteht. Von entscheidender Bedeutung wurden hier die Bestimmungen des deutschen Börsengesetzes vom 22. Juni 1896 über die Emission der Anteile von solchen Unternehmungen, welche aus Privatfirmen in Aktiengesellschaften umgewandelt worden waren. Der Besitz der Trustgesellschaft ist hier meist nur ein vorübergehender; sie erwirbt die Effekten nur, um sie nach der Sperrfrist in den Börsenhandel zu bringen. Es entsteht so ein Typus, der den englischen Trusts der achtziger Jahre ausserordentlich ähnelt, welche ebenfalls ihre Finanzierungen teils durch dauernden Effektenbesitz und Ausgabe eigener Wertpapiere, teils durch direkte Emission bewirkten. Da es sich dabei meist um Wertpapiere industrieller Unternehmungen handelt, so hat man diese Institute wohl als „Industriebanken“ bezeichnet.

Dies sind die gemeinsamen Grundzüge des Wesens der deutschen Trustgesellschaften. Ueber den Charakter der einzelnen Kategorien ist damit aber noch nichts festgestellt. Dieselben unterscheiden sich nun vorzüglich in der Beziehung, ob sie die Eigentümlichkeiten von mehr oder weniger bankmässigen Instituten zeigen: Ein Teil von ihnen — besonders die Industriebanken — emittieren ihre Wertpapiere selbst; sie haben den Charakter von Börsenhandelsgesellschaften; ein anderer Teil, besonders die „Eisenbahnrentenbanken“, stehen dem eigentlichen Börsengeschäft weniger nahe; sie bedienen sich zur Emission bezw. zum freihändigen Verkauf ihrer Obligationen meist der Vermittlung der Effektenbanken,

wahren aber insofern ihren bankmässigen Charakter, als sie einfach die ihnen von dritter Hand angebotenen Wertpapiere erwerben. Anders ist dies bei einer dritten Art von Trustgesellschaften: Diese errichten die von ihnen zu finanzierenden Unternehmungen selbst, geben ihnen die Form von einzelnen Aktiengesellschaften, für die sie dann die Kapitalgeber bilden. Diese Trustgesellschaften — zu nennen sind besonders die Elektrizitäts- und einige Kleinbahntrustgesellschaften — stehen also gleichsam dem Unternehmungsgebiete, auf dem sie sich betätigen, am nächsten, haben dagegen weniger Fühlung mit dem eigentlichen Börsengeschäft, das die Emissionsbanken für sie besorgen.

Für den allgemeinen Charakter der deutschen Trustgesellschaften nicht in Betracht kommen einige wenige Institute, deren Prinzipien an eine „Aktienkontrolle" im amerikanischen Sinne erinnern; dieselben sind ganz vereinzelt geblieben.

Wenn hier die in der Praxis übliche Bezeichnung „Trustgesellschaft" akzeptiert wurde, so soll damit nur gesagt sein, dass in den darunter verstandenen Erscheinungen ein ähnliches Prinzip zum Ausdruck kommt, wie es schon bei den englischen Trustgesellschaften vorhanden war; nicht jedoch, dass die deutschen Gesellschaften alle englischen Ursprungs seien.

Was vielmehr die Entstehung der ältesten Trustgesellschaften betrifft, welche sich mit dem Erwerb von Eisenbahnwertpapieren befassten, so weisen die vorhandenen Spuren auf einen anderen Ursprung hin, der mit den Ideenkreisen des „Crédit Mobilier" in Berührung zu stehen scheint. Ihre Bezeichnung ist auch anfänglich gar nicht „Trustgesellschaft"; man nennt sie in den achtziger Jahren „Eisenbahnrentenbanken", und erst später wird der englische Ausdruck auch für sie angewandt, da es sich um dasselbe Prinzip handelte.

Die Idee, Eisenbahnaktien und -obligationen als Unterlage für festverzinsliche Obligationen zu benutzen, war, wie wir oben gesehen haben[1], ein Bestandteil des Crédit Mobilier-

[1] Vgl. S. 4.

Programms gewesen, aber mit diesem nicht zur Ausführung gelangt. Es scheint aber, als wenn damals schon ein derartiges Institut bestanden hätte, die „Caisse générale des chemins de fer“ [1]).

Der Staatsbahngedanke drängte in der Folgezeit nun die Pläne privater Organisation des Eisenbahnwesens in manchen Ländern zurück. Aber auch wo das Privatbahnsystem herrschte, war für besondere Banken als deren Kapitalbeschaffer wenig Raum, da die grossen Eisenbahngesellschaften eine solche Unterstützung nicht nötig hatten. Dagegen taucht der Gedanke wieder auf, wo es sich um kleine Bahnen handelt, die ihr Kapital nur mit Schwierigkeit bekommen können, weil es ihnen weder vom Staat noch von grossen Aktiengesellschaften zugeführt wird. So z. B. wurde in Ungarn, wo auch unsere Eisenbahnunternehmungen zuerst auftraten, 1869 bei der Entstehung des dortigen Vizinalbahnwesens die „k. k. priv. Aktiengesellschaft für Vizinaleisenbahnen“ zu Budapest begründet, welche das Recht hatte, „Vizinaleisenbahnpfandbriefe“ auf Grund der von ihr besessenen Aktien auszugeben [2]). Gegen Ende der siebziger Jahre errichtete dann die Bontouxsche „Union générale“ zu Paris eine „Eisenbahnbank“ in Budapest, die jedoch 1881 wieder in Liquidation trat [3]).

Auf diese Vorbilder scheint man zurückgegriffen zu haben, als nach dem Erlass des ungarischen Lokalbahngesetzes des Jahres 1880 auch deutsche Finanzhäuser sich mit der Errichtung von Vizinalbahnen befassten und den deutschen Kapitalmarkt für ihre Unternehmungen zu interessieren suchten. So entstand zunächst 1887 die „Eisenbahnrentenbank“ zu Frankfurt a. M.

Dass diese keine Nachbildung englischer Trustgesellschaften ist, erhellt schon daraus, dass damals in England erst eine ganz geringe Zahl von Trusts existierte, die zudem

---

[1]) Aycard a. a. O., S. 212, Anm.

[2]) Mitteilungen des Vereins für die Förderung des Lokal- und Strassenbahnwesens, 1893, S. 43 ff.

[3]) Wirth, Geschichte der Handelskrisen, 4. Aufl., S. 623. — „Kompass“, finanzielles Jahrbuch für Oesterr.-Ung., Jahrg. 1884, S. 161.

noch fast alle dem eigentlichen „Investment"-Typus angehörten[1]). Ausserdem ist die Organisation der beiden in der wichtigen schon in der Einleitung erwähnten Beziehung gänzlich verschieden: das Kapital der englischen Trusts bestand zum grössten Teil aus Aktien, die hie und da durch einen kleineren Betrag von Obligationen ergänzt wurden — die Eisenbahnrentenbanken aber schaffen ihre Mittel zum ganz überwiegenden Teil durch Obligationen, welche oft achtmal soviel betragen als das eingezahlte Kapital, eine Proportion, die den englischen Trusts durchaus fremd war und bisher stets geblieben ist.

Von diesen Eisenbahnrentenbanken für ungarische Bahnen gab es nun mehrere in Deutschland.

Nach dem Erlass des preussischen Kleinbahngesetzes vom 28. Juli 1892 lag es daher nahe, die bedeutenden Kapitalien, welche das entstehende Kleinbahnnetz erforderte, mit Hilfe ähnlicher Institute aufzubringen; charakteristisch für diese wurde besonders die „Allgemeine Deutsche Kleinbahngesellschaft".

Bezüglich der Entstehung der übrigen deutschen Trustgesellschaften, also der Elektrizitäts- und der Industrietrustgesellschaften, war eine völlige Klarheit nicht zu gewinnen. Die meisten Anhaltspunkte sind bezüglich der letzteren vorhanden: nach Organisation sowohl wie nach Geschäftsgebarung zeigen sie eine bis ins einzelne gehende Uebereinstimmung mit den englischen Financial Trusts[2]); mit ihnen scheint der Name „Trustgesellschaft" in Deutschland überhaupt erst aufgetaucht zu sein; schliesslich wurden sie bei ihrem Auftreten in der Oeffentlichkeit direkt als eine Kopie der englischen Institute bezeichnet[3]). Diese Punkte lassen es wenigstens nicht unwahrscheinlich erscheinen, dass es sich hier um eine Uebertragung der englischen Ideen handelt.

Weniger ist dies wohl der Fall gewesen bei den „Gesellschaften für elektrische Unternehmungen", wie die Elektrizitäts-

---

[1]) Vgl. oben S. 23.
[2]) Vgl. Kap. VII.
[3]) Deutscher Oekonomist, 1896, S. 130 und 147.

trusts zunächst allgemein genannt wurden. Handelt es sich bei ihnen auch um dasselbe Finanzierungsprinzip, so weist doch die Art seiner Verwirklichung und seines ersten Auftretens Züge auf, die den englischen Trusts fremd sind. Ihrem Gesamteindruck nach erscheint es nicht unmöglich, dass hier eine Geschäftsform vorliegt, die sich selbständig aus den Bedürfnissen der deutschen Finanzwelt einerseits, der Industrie, der sie dienen, andererseits entwickelt hat. Möglich bleibt es natürlich auch, dass bei ihrer Errichtung noch andere, bisher weniger bekannte Vorbilder von Einfluss gewesen sind[1]). Für den vorliegenden Gegenstand ist es aber auch sehr unwesentlich, wenn diese Frage offen bleibt.

Ueber die Organisation der stets in Aktienform errichteten deutschen Trustgesellschaften sind nur wenige Einzelheiten festzustellen. Ihre Haupttätigkeit besteht in dem An- und Verkauf, sowie der Beleihung von Wertpapieren; mit letzterer ist meist ein Vorkaufsrecht oder eine Kaufoption zu vereinbartem Kurse verbunden. Ueber diese Geschäfte entscheidet nach Massgabe des Statuts der Vorstand; handelt es sich um grössere Beträge, so ist er vielfach genötigt, die Zustimmung des Aufsichtsrates einzuholen. Das Statut bestimmt über die Art der Wertpapiere meist nur, dass sie einem bestimmten Unternehmungsgebiet entnommen sein müssen, z. B. dem Lokalbahnwesen, der Elektrizitätsindustrie. Bezüglich der Summe, welche in einem Effekt angelegt sein darf, besteht nie eine Beschränkung.

Ein wichtiges Moment bildet ferner die Ausgabe von Obligationen. Dabei ist, wie gesagt, das Prinzip einer

---

[1]) Es liegt besonders nahe, an die Geschäftspraxis, welche die Edisongesellschaft schon früher in Amerika befolgt hatte, und an die belgischen und französischen „Sociétés financières“ zu denken. Letztere haben zwar im allgemeinen den Charakter von Emissionsbanken (vgl. Sayous, Les banques de dépôt, les banques de crédit et les sociétés financières), doch kann derselbe natürlich leicht zum Trusttypus hinüberneigen, wenn es sich um Unternehmungen von langsamer Entwicklung handelt. — In Belgien sind im letzten Jahrzehnt auch einige Sociétés financières für elektrische Industrie errichtet worden, doch war nicht festzustellen, ob dieselben früher als ihre Pendants in Deutschland entstanden oder von dort aus angeregt wurden.

starken Obligationenausgabe, wie bei den Eisenbahnrentenbanken, zu unterscheiden von dem der übrigen Trustgesellschaften, wo dieselbe nur eine Verstärkung der im übrigen durch Aktien aufgebrachten Mittel bedeutet. Die Begründung der beiden verschiedenen Prinzipien muss der Einzeldarstellung vorbehalten bleiben. — Statutarisch existiert im ersteren Falle regelmässig die Bestimmung, dass die Summe der ausgegebenen Schuldverschreibungen die Summe der besessenen Effekten, berechnet nach dem Erwerbspreise derselben, nicht übersteigen darf. Daneben ist die Maximalsumme der Obligationen stets auf ein Vielfaches des Aktienkapitals beschränkt: was man jedoch in manchen Fällen kaum noch „beschränkt" nennen kann, wenn die Obligationen z. B. das Achtfache des Kapitals betragen dürfen. Die ihnen als Unterlage dienenden Effekten werden meist bei einem Bankinstitute hinterlegt; bei Veräusserung eines Teiles derselben muss ein gleicher Betrag neuer Wertpapiere hinterlegt oder eine entsprechende Anzahl von Obligationen getilgt werden. Eine Verpfändung einzelner Effekten an die Obligationäre ist allgemein nicht üblich; die Trustgesellschaft behält also freie Verfügung über ihren Besitz.

Bei den übrigen Trustgesellschaften darf der Maximalbetrag der Schuldverschreibungen meist nur die Höhe des Gesellschaftskapitals, seltener den doppelten Betrag desselben erreichen. Die Bestimmungen über ihre Sicherung sind in den einzelnen Fällen verschieden.

Ein schwieriger Punkt kann, wie wir schon festgestellt haben, für Trustgesellschaften die Aufstellung der Bilanz werden.

Das Beispiel der englischen Gesellschaften zeigte, dass es bei dem — mit dem Schwanken des Ertrages — fortwährend schwankenden Wert der Anlage eine besonders wichtige Aufgabe einer rationellen Geschäftspolitik sei, das Vermögen der Gesellschaft stets unversehrt zu erhalten: vor allem in der Beziehung, dass einerseits Kapitalgewinne nur dann zur Verteilung kommen sollten, wenn sie einen dauernden sicheren Vermögenszuwachs bedeuteten; dass anderseits für eventuelle

Kapitalverluste entsprechende Vorsichtsmassregeln getroffen werden müssten.

In ersterer Hinsicht ist nun für die deutschen Trustgesellschaften durch die Bestimmungen des Aktienrechts in ziemlich strenger Weise Vorsorge getroffen. Das Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch und seit 1900 das neue Handelsgesetzbuch untersagen den Aktiengesellschaften nicht nur die Verteilung, sondern auch die bilanzmässige Verrechnung von Kapitalgewinnen auf Wertpapiere, solange sie nicht realisiert sind, überhaupt — und zwar sowohl auf kurshabende wie auf sonstige Effekten. § 261 — bezw. früher Art. 185a — bestimmt, dass Wertpapiere, die einen Börsenpreis besitzen, höchstens zu diesem, sofern derselbe aber den Anschaffungspreis übersteigt, höchstens zu letzterem anzusetzen sind. Andere Vermögensgegenstände — natürlich auch nicht börsenmässig gehandelte Wertpapiere — sind höchstens zu ihrem Anschaffungspreis anzusetzen. Jegliche Art von Kapitalgewinn — auch wenn derselbe nicht aus einer zeitweiligen Konjunktur, sondern aus dauernder allgemeiner Verbesserung der Lage einer Unternehmung herrührt — muss demnach vor der Realisation als „stille Reserve“ behandelt werden und kann nur bei Veräusserung des betreffenden Effekts in Erscheinung treten.

Mag man diese Bestimmung aus praktischen Gründen billigen oder für etwas rigoros halten — jedenfalls steht fest, dass sie die Trustgesellschaften zur Vorsicht sozusagen nur in einer Beziehung zwingt: nämlich für den Fall, dass sich der Wert ihrer Anlage in günstigem Sinne verändert. Für den Fall des Kapitalverlustes aber ist es der Geschäftspolitik anheimgestellt, welche Vorsichtsmassregeln sie trifft. Besonders wichtig ist dies natürlich beim Besitz solcher Wertpapiere, in denen starke Kursschwankungen zu Tage treten, da ein Ansatz der Effekten über dem jeweiligen Tageskurs natürlich nie gestattet ist [1]).

---

[1]) Es ist zwar versucht worden, den Sinn des § 261 so auszulegen, dass für den Fall einer Trustgesellschaft deren Wertpapiere unter den Begriff der zur Anlage dienenden Gegenstände fielen (§ 261, Ziffer 3), für welche diese Bestimmung nicht gilt (vgl. Simon, Die Bilanzen der Aktien-

Es ist leicht erklärlich, dass die Trustgesellschaften gegenüber den Bestimmungen des deutschen Rechtes sich im Auslande nach leichteren Existenzbedingungen umsahen. Eine Anzahl von ihnen hat sich aus diesem Grunde in der Schweiz, einige haben sich auch in Belgien niedergelassen.

Das für die Aufstellung der Bilanz bei Aktiengesellschaften in der Schweiz in Betracht kommende „schweizerische Obligationenrecht“ vom 14. Brachmonat 1881[1]) bestimmt bezüglich börsenmässig gehandelter Wertpapiere, dass diese höchstens zu dem durchschnittlichen Kurswert im letzten Monat vor dem Bilanztage angesetzt werden dürfen; bezüglich anderer Effekten fehlen Bestimmungen[2]); dieselben sind demnach zu ihrem „mutmasslichen“ Werte aufzunehmen[3]). Die gegenüber dem deutschen Aktienrecht in beiden Fällen fehlende Beschränkung auf den Anschaffungspreis erlaubt demnach eine völlig freie Behandlung der Kapitalgewinne, bietet aber neben der Annehmlichkeit grösserer Unabhängigkeit natürlich auch die Gefahr grösserer Missgriffe, die nur durch eine entsprechende höhere Vorsicht ausgeglichen werden kann.

Ein weiterer Vorteil des schweizerischen Obligationenrechts ist die Möglichkeit, nach Einzahlung von 50% des Nominalbetrages auf Inhaberaktien den Zeichner derselben von der Verpflichtung weiterer Nachzahlung zu befreien, so dass die Aktien- bezw. Interimsscheine — auch wenn sie erst zur Hälfte eingezahlt sind — als Inhaberpapiere in den Verkehr gebracht werden können[4]). Dies hat für Trustgesellschaften unter Umständen einen grossen Vorteil, nämlich wenn dieselben beabsichtigen, nur einen Teil ihres Kapitals einzuzahlen und den Rest der erforderlichen Mittel durch Obligationen aufzubringen.

Infolge dieser Begünstigungen wurde in der Schweiz mit

---

gesellschaften, 2. Aufl., S. 326 und 333 ff.). Allein diese Auffassung ist ziemlich vereinzelt geblieben und die Praxis hat sich der allgemein herrschenden Meinung anpassen müssen.

[1]) Borchardt, Handelsgesetze des Erdballs, Bd. IV, S. 678 ff.

[2]) Art. 656. Vgl. Haberstich, Handbuch des schweizerischen Obligationenrechts, Bd. II, S. 562 ff.

[3]) Haberstich a. a. O. S. 563.

[4]) Art. 636. — Haberstich a. a. O. S. 489.

Hilfe der dortigen Finanzkreise eine Reihe von Trustgesellschaften ins Leben gerufen, die sich, wie das ja nahe liegt, mit ihren Kapitalansprüchen auch an den dortigen Markt wandten. Sie scheinen dies nicht ohne Erfolg getan zu haben; das Publikum erwarb gern derartige Werte, und es ist nicht ausgeschlossen, dass die Aussicht, Trustaktien und besonders -obligationen dort leicht unterzubringen, späterhin bei der Wahl des Domizils der Gesellschaften mitgesprochen hat.

Verschiedene deutsche Trustgesellschaften finden wir ausserdem in Belgien. Hier sind die Freiheiten für die Geschäftsführung noch bedeutendere: das „Gesetz über die Handelsgesellschaften" vom 18. Mai 1873[1]) enthält überhaupt keine näheren Bestimmungen über die Modalitäten der Bilanzaufstellung bei Aktiengesellschaften[2]). Es ist demnach nicht nur möglich, Effekten stets zum jeweiligen Tageskurs aufzunehmen, sondern dieselben sogar noch höher einzuschätzen, wenn die Verwaltung der Ansicht ist, dass der tatsächliche Ertragswert der Wertpapiere über ihrem Kurswert steht. Von letzterer Möglichkeit scheinen einzelne Trusts — ob berechtigterweise oder nicht, muss natürlich dahingestellt bleiben — auch Gebrauch gemacht zu haben[3]). Die darin liegenden grossen Gefahren sind natürlich ohne weiteres einleuchtend.

Nicht unwesentlich für die Organisation der Trustgesellschaften ist schliesslich die Frage der Besteuerung. Die bei der Aktiengesellschaft mögliche Doppelbesteuerung durch Erfassung des Einkommens bezw. des Ertrages 1. bei der Gesellschaft, 2. beim Aktionär verschärft sich natürlich zu einer dreifachen Besteuerung, wenn eine Aktiengesellschaft die andere besitzt.

Obwohl hier leicht grosse Härten entstehen können, scheinen Klagen darüber nicht laut geworden zu sein, was

---

[1]) Borchardt, Handelsgesetze des Erdballs, Bd. I, S. 316 ff.

[2]) In Betracht kommen Art. 62—65. Vgl. Sachs, Revision des Handelsrechts in Belgien, S. 92 ff. — Namur, Le Code de Commerce Belge, Bd. II, S. 253 ff.

[3]) Vgl. Frankf. Ztg., 15. April 1902 (Notiz über die Union des Tramways, Brüssel).

wohl in erster Linie der Auffassung entspringt, dass dieselben zunächst doch keinen Erfolg haben würden[1] [2]).

---

[1]) Es wird uns sogar ein Fall begegnen, in dem eine Trustgesellschaft wieder an einer anderen beteiligt ist, und daher — allerdings nach verschiedenen Systemen, da die Unternehmungen in verschiedenen Ländern ihren Sitz haben — eine vierfache Besteuerung eintritt (vgl. später S. 84, Anm. 3).

[2]) Um jede Verwechslung zu vermeiden, sei vor Eintritt in die Einzeldarstellung der Trustgesellschaften zum Unterschied von diesen die oben erwähnte „Treuhandgesellschaft“ (vgl. oben S. 10) kurz charakterisiert. Diese Bezeichnung ist in Deutschland eingebürgert worden durch eine Gründung der Deutschen Bank aus dem Jahre 1899, die Deutsch-amerikanische Treuhandgesellschaft — German American Trust Company —, später einfach „Deutsche Treuhandgesellschaft“. Dieselbe ist eine Nachbildung jener amerikanischen Treuhandgesellschaften, die als Treuhänder fungieren. Grund für ihre Errichtung waren die amerikanischen Unternehmungen der Deutschen Bank, die sie dabei nach dem Muster jener amerikanischen Vorbilder unterstützt hat; so vor allem bei der Reorganisation der Northern Pacific Eisenbahn 1893. Sie wurde ferner Geschäftsstelle für die „Schutzvereinigung der Besitzer von Aktien und Debentures von Goldminen und anderen industriellen Unternehmungen am Witwatersrand“ und ähnlicher Verbände. Ihr Geschäftskreis hatte jedoch lange einen unbedeutenden Umfang, bis er durch den Erlass des Reichsgesetzes vom 4. Dez. 1899, betreffend „Die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen“ eine bedeutende Erweiterung erfuhr (Reichsgesetzblatt. 1899, S. 691 ff.). Das Gesetz schuf in dem Vertreter der Obligationäre ein Amt, dem die Treuhandgesellschaft ihrer ursprünglichen Idee nach sich ja in erster Linie widmen wollte. (Vgl. Bericht der Gesellschaft für 1899, S. 4.) Seit 1900 hat die Treuhandgesellschaft denn auch bei manchen Reorganisationen als Vertreter der Obligationäre mitgewirkt. Bemerkenswert ist die Treuhandgesellschaft als Typus einer Aktiengesellschaft, bei welcher das kapitalistische Moment ganz nebensächlich ist: ihr Kapital — nach der letzten Bilanz 1½ Million, wozu noch ein Reservefonds von 1 Million kommt — dient im wesentlichen nur als Garantiefonds und ist in Effekten angelegt.

Fünftes Kapitel

Die Eisenbahnrentenbanken oder Eisenbahntrustgesellschaften

Wie schon im vorigen Kapitel hervorgehoben, sind es zwei örtlich getrennte, von privater Unternehmung ins Leben gerufene Lokalbahnnetze, für deren Kapitalausstattung es in Deutschland besondere Finanzinstitute gibt: Das ungarische und das deutsche, bezw. besonders das preussische. In beiden Fällen handelt es sich um Bahnen niederer Ordnung, die jedoch in ihrer Grössenklasse nicht ganz übereinstimmen. Die ungarischen „Lokalbahnen", welche hier in Betracht kommen, umfassen erstens eigentliche Nebenbahnen — Bahnen zweiter Ordnung —, dann aber auch einen Teil der Bahnen dritter Ordnung, welche wir als „Kleinbahnen" bezeichnen, und zwar solche, welche nach unserer Terminologie etwa „nebenbahnähnliche Kleinbahnen"[1]) heissen; nicht zu den ungarischen „Lokalbahnen" gehören die Strassenbahnen, welche dort als „Kleinbahnen" bezeichnet werden. Bei den deutschen, besonders preussischen Bahnen handelt es sich nur um „Kleinbahnen" in unserem Sinne — Bahnen dritter Ordnung —, unter diesen aber weniger um die Strassenbahnen, sondern zunächst um „nebenbahnähnliche Kleinbahnen".

A. Die Eisenbahnrentenbanken für ungarische Lokalbahnunternehmungen

Grundlage für die Entwicklung des Lokalbahnwesens in Ungarn wurde das Gesetz vom 13. Juni 1880, abgeändert durch

[1]) Vgl. später S. 94.

das Gesetz vom 24. Februar 1888. Dasselbe ging von der Absicht aus, durch möglichste Erleichterung von Bau, Betrieb und Finanzierung das private Kapital — wobei man, bei der Kapitalarmut des Inlandes, wohl hauptsächlich an das ausländische dachte — zur Investierung in ungarischen Lokalbahnen zu veranlassen [1]).

Diese Erleichterungen erstreckten sich auf Befreiung von vielen, den Hauptbahnen obliegenden Pflichten, z. B. Herstellung von Betriebstelegraphen, unentgeltliche Postbeförderungen, Zahlungen für Regierungsaufsicht; ferner auf Befreiung von Stempeln und Gebühren, von Einkommen- und Couponsteuer auf 30 Jahre [2]). — Besonders wichtig waren folgende Bestimmungen über Betrieb und Finanzierung: die ungarischen Staatsbahnen, sowie alle staatlich garantierten Privatbahnen müssen auf Verlangen den Betrieb der anschliessenden Lokalbahnen gegen Vergütung der Selbstkosten übernehmen. — Der Handelsminister wird ermächtigt, jährlich eine Summe von 300 000 fl. — seit 1894 von 400 000 fl. — in das Budget einzustellen, aus welcher Lokalbahnunternehmungen bis zu 10% ihres wirklichen Anlagekapitals unterstützt werden dürfen. Munizipien und Gemeinden ist es gestattet, zur Unterstützung der für sie wichtigen Bahnen besondere Steuern zu erheben. Staat, Munizipien und Gemeinden erhalten für ihre Beteiligungen Stammaktien. Diese letzteren müssen wenigstens 35% des effektiven Baufonds ausmachen. Prioritätsobligationen dürfen nur ausgegeben werden, wenn deren Verzinsung und Amortisation gedeckt wird durch Jahresbeiträge der öffentlichen Körper zu dem Betriebe oder garantiert wird durch die Interessenten.

Auf der Basis dieses Gesetzes entwickelte sich das ungarische Kleinbahnnetz in erstaunlichem Masse, und zwar besonders seit dem Ende der 80er Jahre. Die Baulänge der betriebenen Bahnen betrug [3]):

---

[1]) Handwörterbuch, Art. „Kleinbahnen". — Zeitschrift für Kleinbahnen, 1894, S. 192 und 502 ff. — Haarmann, Die Kleinbahnen, S. 39 ff.

[2]) Bei einer über 6%igen Verzinsung des konzessionierten Baukapitals erlosch die Steuerfreiheit jedoch schon nach zehn Jahren.

[3]) Vgl. für die folgende Darstellung und Zahlen: Zeitschrift für

	km		km
1880 . .	63	1889 . . .	2552
1881 . .	137	1890 . . .	2935
1882 . .	209	1891 . . .	3553
1883 . .	414	1892 . . .	3722
1884 . .	580	1893 . . .	4151
1885 . .	786	1894 . . .	4637
1886 . .	968	1895 . . .	5411
1887 . .	1632	1896 . . .	6356
1888 . .	2152	1897 . . .	7111[1]).

Die tatsächlichen Faktoren nun, welche das Hauptverdienst an dieser Entwicklung hatten, waren folgende:

Erstens die Möglichkeit, die ganze Frage der Betriebsführung sehr einfach dadurch zu erledigen, dass man dieselbe der Staatsbahn übertrug, und zwar meist auf Grund eines Normalbetriebsvertrages, welche die Betriebskostenvergütung für die Staatsbahn auf 50% der Einnahmen aus dem Personendienst und auf die Abfertigungsgebühr und einen Teil der Frachtsätze beim Güterdienst festsetzte. Im wesentlichen lief der Vertrag auf etwa gleiche Teilung der Roheinnahmen hinaus[2]). — Von diesem Angebote haben die Lokalbahnen weitesten Gebrauch gemacht; obwohl der Betrieb durch die Eigentumsverwaltung sich späterhin als rentabler erwies und infolgedessen zunahm, war die Verteilung des Betriebes 1896 doch noch wie folgt[3]):

Es betrieben:

Die Ung. Staatsbahn	82	Linien	mit	5003,6 km
„ k. k. priv. Südbahn	2	„	„	140,5 „
„ Kaschau-Oderberger-Bahn	8	„	„	102,2 „
„ Arad-Csanader-Eisenbahn	1	„	„	21,1 „
„ Budapester Lokalbahn	1	„	„	27,3 „
„ k. k. pr. Kais. Ferd. Nordbahn . .	1	„	„	3,4 „
„ Eigentumsverwaltung	12	„	„	1191,1 „
	107	Linien	mit	6489,2 km[4]).

Kleinbahnen, 1894, S. 502; 1895, S. 423; 1896, S. 370; 1897, S. 553; 1898, S. 358; 1899, S. 454.

[1]) Zeitschrift für Kleinbahnen, 1896, S. 373 (Statistik bis 1894; für die folg. Jahre vgl. die oben zitierten Stellen).

[2]) Zeitschrift für Kleinbahnen, 1894, S. 506; 1897, S. 555.

[3]) Für 1897 konnte ich die Zahlen nicht erlangen.

[4]) Zeitschrift für Kleinbahnen, 1898, S. 359.

Der zweite Faktor, welcher die Entwicklung des Lokalbahnwesens beförderte, war die starke finanzielle Beteiligung der öffentlichen Körper und der privaten Interessenten. Das tatsächliche Anlagekapital der Bahnen 1897 betrug 245 186 216 fl [1]).

Davon hatten gestellt:

Der Staat	36 653 969 fl.	= 14,9 %
Die Lokalverwaltungen	22 685 522 „	= 9,2 „
Die Gemeinden und Privaten . .	29 827 678 „	= 12,2 „
	89 167 169 fl.	= 36,3 %.

Dafür wurden sie entschädigt im wesentlichen durch Stammaktien, die jedoch selten eine Dividende erhielten und meist den Charakter einer zinslosen Beteiligung hatten: 1897 bekamen eine solche von den bestehenden 122 Lokalbahnunternehmungen nur 14.

Von dem Anlagekapital der Lokalbahnen aber blieben somit noch etwa zwei Drittel übrig, für welche man auf die Beteiligung des privaten Kapitals rechnete. Den grössten Teil dieses Betrages gab man in 5%igen Prioritätsaktien aus, deren Dividende zunächst aus dem Gewinn zu bezahlen war, bevor die Stammaktien berücksichtigt wurden: Fehlbeträge an der Vorzugsdividende mussten aus dem Gewinn der folgenden Jahre nachbezahlt werden. Tatsächlich reichten die Einnahmen nicht immer zu jener Vorzugsdividende aus, so dass sie sozusagen den Charakter einer Maximaldividende erhielt: der Ertrag, der der Wertberechnung der Prioritätsaktien zu Grunde gelegt wurde, war daher oft unter 5% p. a., jedoch in den meisten Fällen ziemlich stabil.

Wohl kaum aber wäre es den Unternehmungen gelungen, vor allem das ausländische Kapital in so bedeutendem Masse heranzuziehen, wenn nicht als Vermittler eine grössere Zahl von „Eisenbahnrentenbanken" dazwischen getreten wäre, die somit als der dritte der für die Entwicklung der ungarischen Lokalbahnen bedeutenden Faktoren anzusehen sind. — Wahrscheinlich hätten die deutschen Kapitalisten nur in sehr seltenen Fällen Neigung gezeigt, die Anteile von Bahnunter-

[1]) Zeitschrift für Kleinbahnen, 1899, S. 456.

nehmungen zu erwerben, deren Verhältnisse sie nicht überschauen konnten, deren geographische Lage sie in Gebiete führte, welche ihrem Gesichtskreis völlig fern lagen, deren Beamtenpersonal zunächst ein besonderes Vertrauen beim Ausland noch nicht genoss. Dagegen schien es weit unbedenklicher zu sein, die Obligationen eines in Deutschland errichteten, mit den bestbeleumundeten Firmen in Verbindung stehenden Finanzinstitutes zu besitzen. Mit orts- und sachkundigen Kräften versehen, bot dieses eine Gewähr für eine gewisse Solidität seiner Investierungen; des weiteren genoss man neben der festen Verzinsung die Annehmlichkeit, auch kleine Beträge in den Obligationen anlegen zu können, und hatte ferner Aussicht, dieselben jederzeit wieder veräussern zu können, da sich für sie unschwer ein dauernder Markt bildete, an dessen Leistungsfähigkeit auch die Bank selbst auf das stärkste interessiert war. Die Banken aber hofften für sich auf einen Differenzgewinn zwischen der Effekten- und Obligationenverzinsung. Bei der einfachen Lösung der Betriebsfrage und der grossen Bereitwilligkeit von Staat und Gemeinden bei Uebernahme von Stammaktien, fanden sich natürlich auch leicht Bauunternehmer, so dass Gelegenheit zum Erwerb von Prioritätsaktien reichlich vorhanden war.

Es verdient entschieden Beachtung, wie geschickt es die ungarische Regierung verstand, durch diese verschiedenen kleinen Massnahmen ohne wesentliche eigene Leistungen das erwünschte Lokalbahnnetz ins Leben zu rufen. Anstatt seinen Haushalt mit Anleiheschulden für Staatsbahnen oder Zinsgarantien zu beschweren, übernahm man einfach Aktienbeteiligungen, die hie und da sogar noch einen Ertrag lieferten.

Typisch und vorbildlich für die neuere Entwicklung der Eisenbahnrentenbanken wurde die „Eisenbahnrentenbank“ zu Frankfurt a./M.[1]). Sie wurde 1887 von dortigen Bankhäusern[2]), sowie der k. k. priv. Oesterreichischen Länderbank in Wien begründet.

---

[1]) Vgl. für die folgende Darstellung Statut und Geschäftsberichte der Bank.

[2]) Von Erlanger & Söhne und Gebr. Sulzbach.

Die genannten Finanzinstitute hatten sich mit dem Bau ungarischer Lokalbahnen befasst[1]) und griffen, um das in Prioritätsaktien angelegte Kapital wieder flüssig zu machen, die Idee einer „Eisenbahnbank“ wieder auf, wie sie schon früher in Ungarn versucht worden war, jetzt aber unter der neuen Gesetzgebung mit weit günstigeren Bedingungen zu rechnen hatte. Statutarischer Zweck der Bank war daher, Obligationen und Prioritätsaktien von solchen deutschen und österreichisch-ungarischen Eisenbahnen zu erwerben und zu beleihen, die entweder vom Staat oder einer staatlich garantierten Eisenbahngesellschaft betrieben würden oder mit staatlicher Zinsgarantie versehen seien. Auf Grund der erworbenen Titres — später auch der beliehenen — sollten festverzinsliche, nach einem bestimmten Plan zu tilgende Obligationen ausgegeben werden bis zur Höhe des Erwerbs- bezw. Beleihungswertes der ihnen zu Grunde liegenden Effekten. Die Gesamtsumme der emittierten Obligationen sollte aber den vierfachen Betrag des Nominalaktienkapitals nicht überschreiten. Sollte durch Verkauf oder Amortisation von Effekten eine Quote der Schuldverschreibungen nicht mehr gedeckt sein, so hat eine ausserordentliche Rückzahlung derselben sofort stattzufinden. Ueber den Ankauf der Effekten entscheidet der Vorstand. Dieselben werden deponiert bei einer Bank — in diesem Falle der Frankfurter Bank —, die sie nur auf Beschluss des Vorstandes und Aufsichtsrates der Gesellschaft herausgeben darf. Sonstige Geschäfte sind ausgeschlossen.

Der Geschäftsbetrieb begann mit dem Erwerb von

1 500 000 fl. 6% Prior.-Akt. der Maros-Ludas-Bistritzer Vizinalbahn
1 500 000 „ 6 „ „ „ „ Biharer Vizinalbahn
2 000 000 „ 5 „ „ „ „ Matraer Lokalbahn

und der Ausgabe von 6 Mill. Mk. 4½ %iger Obligationen in Stücken zu 200, 500, 1000, 2000, 5000 Mk. zum Kurse von 101%.

Es ergab sich ein erheblicher Ueberschuss der Effektenerträgnisse über die zu zahlenden Obligationenzinsen, der in

[1]) Deutscher Oekonomist, 1887, S. 374; 1892, S. 269.

den folgenden Jahren zu einer fortwährenden Erweiterung des Geschäftsumfanges durch Erwerb weiterer Eisenbahnwerte und Hinausgabe von Schuldverschreibungen ermunterte. Der Gewinn, welcher durch vorteilhaften Verkauf, sowie durch Amortisation einzelner Effekten noch verstärkt wurde, erlaubte eine Verteilung einer 5-, 6-, 7-, 8%igen Dividende auf ein eingezahltes Kapital von zuerst 2¼, später 6¼ Mill. Mk. An Obligationen waren am 30. Juni 1901 in Umlauf[1]):

4½% . . .	1 334 300 Mk.
4%	36 209 800 „
	37 544 100 Mk.

Dem standen gegenüber

eigene Effekten	33 733 524 Mk.
Vorschüsse auf Effekten .	10 326 813 „
	44 060 337 Mk.

Die Effekten wurden repräsentiert durch Vorzugsaktien von 17 ungarischen Vizinalbahnen.

In Anlehnung an die Eisenbahnrentenbank, von denselben Gründern und mit dem gleichen Geschäftskreise wurde 1898 die „Eisenbahnbank“ in Frankfurt a./M. ins Leben gerufen. Sie ist, ausser an der Eisenbahnrentenbank, an Vizinalbahnen gleicher Art wie diese, beteiligt.

Sehr interessant ist die Entwicklung einer Lokalbahnunternehmungsgesellschaft, die ursprünglich zum Bau und Betrieb begründet war, später aber auch als Finanzinstitut auftrat. Es ist dies die „Lokalbahnaktiengesellschaft“ in München aus dem Jahre 1887[2]). Diese ging hervor aus der Lokomotivfabrik Krauss & Co., welche seit langer Zeit Lokalbahnen gebaut und betrieben hatte.

Die Gesellschaft baute die bekannten bayerischen Strecken Oberdorf-Füssen, Murnau-Partenkirchen u. s. w., und betreibt sie noch heute. Seit dem Jahre 1889 gewann ihre Tätigkeit

---

[1]) Bilanz per 30. Juni 1901.

[2]) Vgl. Statut und Berichte.

in Ungarn eine immer grössere Ausdehnung[1]). Sie errichtete dort eine grosse Zahl von Vizinalbahnen und erhielt ihre Bezahlung in 5%igen Vorzugsaktien. Das so investierte Kapital machte die Gesellschaft durch Ausgabe von Obligationen wieder flüssig, so dass sie, ausser als Bauunternehmerin, auch als Finanzinstitut auftrat[2]). Ihr Effektenbesitz erreichte in der Bilanz für 1897 die Höhe von etwa 27 Mill. Mk., während in eigenen Bahnen und Betriebsmitteln nur etwa 15 Mill. angelegt waren. Dem standen gegenüber das Aktienkapital von 10 Mill. und ein Obligationenkapital von 30 Mill. Mk.

1898 gründete sie zu Berlin mit befreundeten Firmen die „Zentralbank für Eisenbahnwerte", veräusserte an sie ihren Besitz an ungarischen Prioritätsaktien und gewann so die Möglichkeit, durch Verkauf der in Zahlung erhaltenen Bankaktien und -obligationen ihr Kapital wieder frei zu machen[3]).

Die Organisation der letztgenannten Bank schliesst sich der der schon bestehenden an und ist nur insofern freier, als nicht nur Prioritätsaktien, sondern auch sonstige deutsche und österreichisch-ungarische Eisenbahnwerte erworben werden dürfen.

Es lag natürlich nahe, dass dies durch die Frankfurter Bank gegebene Beispiel auch ausserhalb Deutschlands, und besonders in Ungarn selbst Nachahmung fand. Es entstanden dort die „Ungarische Agrar- und Rentenbank" und die „Ungarische Lokaleisenbahnenaktiengesellschaft" zu Budapest 1892[4]). Von diesen hat hauptsächlich die letztere für uns Interesse, weil an ihrer Verwaltung die hiesige Finanzwelt beteiligt ist und ihre Obligationen an deutschen Börsen eingeführt sind. Ausserdem ist sie auch typisch beachtenswert wegen ihres, von den bisher genannten drei Instituten abweichenden Charakters

---

[1]) Bericht für 1889, S. 5.

[2]) Frankf. Ztg., 18. März 1894.

[3]) Dies ist der Fall, in welchem eine vierfache Besteuerung eintritt; es wird nämlich gezahlt: 1. Von den Bahnen ungarische Einkommensteuer, 2. von der Zentralbank preussische Einkommensteuer, 3. von der Lokalbahnaktiengesellschaft bayerische Gewerbesteuer, 4. von den meist bayerischen Aktionären bayerische Kapitalrentensteuer.

[4]) Zeitschrift für Kleinbahnen, 1896, S. 373.

als Finanzgesellschaft. Während jene ziemlich ausgesprochen bankmässige Eigentümlichkeiten zeigen, ist die „Ungarische Lokaleisenbahnenaktiengesellschaft“ mehr „Unternehmungsgesellschaft“; d. h. die von ihr finanzierten Unternehmungen stehen fast im Verhältnis von „Subkompanien“ zu ihr, werden von der Zentralgesellschaft genau überwacht und bis in die Einzelheiten des Betriebes beeinflusst. Die drei ersten Eisenbahnrentenbanken sind demgegenüber sozusagen einfache Effektenbesitzer. Dieser Unterschied erklärt sich wohl am einfachsten daraus, dass bei der ungarischen Lokalbahngesellschaft der Betrieb auf den einzelnen Linien von den Bahnunternehmungen selbst geführt wird, während bei den Unternehmungen der drei Banken der Betrieb durch die Staatsbahn überwiegt[1]).

Der Vollständigkeit halber sei noch erwähnt, dass auch die „Banque belge de Chemins de fer“, Brüssel, 1894, und die „Bank für Transportwerte“ in Basel, 1894, gleichfalls ihr Haupttätigkeitsfeld in Ungarn suchen. Sie wenden sich mit ihren Kapitalansprüchen natürlich zunächst an den heimischen Markt und haben daher, da sie auch typisch nichts Neues bieten, für uns weniger Interesse[2]).

In der folgenden Tabelle S. 86 sind die wichtigsten Ziffern aus den Bilanzen der besprochenen Eisenbahnrentenbanken zusammengestellt[3]). Dieselben ermöglichen natürlich kein Urteil über die Solidität des Aufbaus der Gesellschaften — vor allem, weil sie nichts über die Zusammensetzung des Effektenbestandes aussagen —, sondern geben nur einen allgemeinen

---

[1]) Wenigstens scheint dies nach den recht kurzen Geschäftsberichten der Fall zu sein. — Vielleicht kommt auch der Umstand in Betracht, dass die drei deutschen Banken in engem Anschluss an sonstige Finanz- oder Lokalbahnunternehmungen errichtet wurden, die ihnen, wenigstens was die Initiative zu neuen Anlagen betrifft, einige der Funktionen abnahmen, welche die ungarische Finanzgesellschaft selbst ausübte.

[2]) Mitteilungen des Vereins für die Förderung des Lokal- und Strassenbahnwesens, 1894, S. 496, 801.

[3]) Die Lokalbahnaktiengesellschaft ist nicht einbezogen, weil sie selbst heute eigentlich nicht mehr Trustgesellschaft, sondern nur noch Teilhaberin an einer solchen ist, und weil bei ihrer Vielseitigkeit die Zahlen obiger Rubriken doch kein klares Bild ergeben könnten.

Status der Eisenbahnrentenbanken für ungarische Lokalbahnen nach der letzten veröffentlichten Bilanz [1])

Name der Bank	Sitz	Gründungsjahr	Nominal-Kapital Mk.	Eingezahltes Kapital Mk.	Reserven Mk.	Eigene Effekten Mk.	Vorschüsse auf Effekten Mk.	Umlaufende Obligationen Mk.	Statut. Maximalbetrag der Obligationen	Bisher bezahlte Dividenden	Datum der letzten Bilanz
Eisenbahnrentenbank	Frankfurt a. M.	1887	10.00	6.25	0.33	33.73	10.32	37.54	4fache d. Nom.-Kapitals	4 1/5, 5, 5, 5, 5, 5, 5 1/2, 7, 8, 8, 8, 7, 6 1/2, 6 1/2	30. VI. 01
Eisenbahnbank .	Frankfurt a. M	1898	10.00	4.00	0.14	10.09	4.30	10.03	8fache d. Nom.-Kapitals	5, 5, 5	30. IX. 01
Zentralbank für Eisenbahnwerte	Berlin	1898	6.00	6.00	0.39	31.51	—	24.94	5fache d. eing. Kapitals	0, 0, 5	30. VI. 01
			Kr.	Kr.	Kr.	Kr.	Kr.	Kr.			
Ungarische Lokaleisenbahnen-Aktiengesellschaft	Budapest	1892	8.00	8.00	0.16	38.29		38.33	5fache d. eing. Kapitals	4, 5, 5, 5, 5, 5, 5, 5	31. XII. 00

[1]) Sämtliche Beträge in Millionen Mark; bei der Ungarischen Lokaleisenbahnenaktiengesellschaft in Millionen Kronen.

Begriff von den bedeutenden Summen, besonders an Obligationenkapital, um die es sich hier handelt. — Die Rubrik „Reserven“ umfasst nicht nur den eigentlichen Reservefonds, sondern alle Arten von Rücklagen, wie z. B. „Disagiokonto für Obligationen“, „Obligationensicherungsfonds“ u. dergl.

Die Rubrik „bisher gezahlte Dividenden“ zeigt, dass die eingenommenen Dividenden der Effekten nicht nur zur Bezahlung der Obligationenzinsen hinreichten, sondern bisher in jedem Jahre auch noch eine Dividende für die Aktionäre der Banken ermöglichten[1]).

Dieser Erfolg des Finanzprinzips der Trustgesellschaften ist besonders bedeutungsvoll mit Bezug auf die nunmehr seit 15 Jahren bestehende Eisenbahnrentenbank. Die Tatsache, dass sie dasselbe in Zeiten der verschiedensten Konjunktur ohne Schwierigkeit durchzuführen vermocht hat, scheint allerdings ein Beweis dafür zu sein, dass bei der von ihr befolgten Geschäftspolitik bezüglich der Auswahl und Zusammensetzung der Eisenbahnprioritäten dieselben als Unterlage für festverzinsliche Obligationen wohl dienen können. Nichts ist natürlich gefährlicher, als eine unvorsichtige Verallgemeinerung dieser Beobachtung. Eisenbahnaktien sind keine Hypotheken, und wie verschieden sich selbst diese in ihrem Wert zeigen können, gerade auch als Pfandbriefunterlage, das dürfte aus den Erfahrungen der letzten Jahre genugsam bekannt sein. Das Urteil über die Sicherheit solcher Eisenbahnrentenbankobligationen kann daher immer nur ein individuelles sein.

Hierbei dürften nach unserer bisherigen Beobachtung folgende prinzipiellen Gesichtspunkte in Betracht kommen:

---

[1]) Das gilt auch für die Zentralbank; dass sie zweimal keine Dividende auszahlte, rührt nicht daher, dass etwa keine verdient worden wäre. Das erste Geschäftsjahr umfasste vielmehr nur sechs Monate, kam also tatsächlich noch nicht in Betracht; im zweiten Jahre wurde die Dividende nur aus Gründen vorsichtiger Geschäftspolitik nicht verteilt, weil nämlich die ungarischen Bahnen, die schon erklärten, zu einer 5%igen Dividende der Bank ausreichenden Erträgnisse erst später auszahlten, die Bank für die ihrige also Kredit hätte in Anspruch nehmen müssen, was sie zur Stärkung ihrer finanziellen Position vermied (vgl. 1. und 2. Geschäftsbericht).

Der Hauptunterschied zwischen den früher behandelten Trustgesellschaften und den vorliegenden ist die starke Ausgabe von Obligationen auf Grund besessener Aktien. Wie wir oben festgestellt haben, ist eine solche Finanzierungspolitik im allgemeinen unrationell, da das Erträgnis des Aktienbesitzes auch bei völlig solider Kapitalanlage zu schwanken pflegt, daher die Trustgesellschaft zur Vermeidung von Schwierigkeiten die Möglichkeit haben muss, die Verzinsung ihrer Wertpapiere ihrer eigenen Einnahme anzupassen. Die Forderung einer soliden Kapitalanlage richtet sich also im vorliegenden Fall nicht nur auf die durchschnittliche Höhe ihres Ertrages, sondern vor allem auch auf eine solche Regelmässigkeit desselben, dass die Verzinsung der Schuldverschreibungen auf jeden Fall gesichert erscheint.

Eine Untersuchung der Kapitalanlage der Eisenbahnrentenbanken in dieser wichtigen Beziehung ist leider im einzelnen nicht möglich — und zwar wegen der recht dürftigen Angaben, welche dieselben über ihre Effekten machen. Dies ist in Anbetracht der durch sie vermittelten bedeutenden Kapitalanlage und des geradezu öffentlichen Interesses, welches sie durch die Verbreitung ihrer Obligationen in den verschiedensten Kreisen besitzen, schwer verständlich — und nicht zuletzt auch von dem Gesichtspunkt aus, dass die Institute durch eine grössere Publizität ihrer Verhältnisse vor allem sich selbst ihre Tätigkeit ausserordentlich erleichtern könnten[1]).

Soweit man sich nach den vorliegenden Daten ein Bild von der Kapitalanlage der Banken machen kann, ist zunächst festzustellen, dass Eisenbahnen zu denjenigen Unternehmungen

[1]) Ausser dem Namen und dem Nominalbetrag der Effekten, auf deren Angabe sich die Eisenbahnrentenbanken gewöhnlich beschränken, wäre es besonders wünschenswert, kennen zu lernen: 1. Den Erwerbspreis der Effekten, 2. ihren Ansatz in der Bilanz — eventuell verglichen mit dem zeitigen Kurswert, der aber wohl nur selten in Frage kommt, 3. die Verzinsung der Effekten möglichst von der Entstehung der Unternehmung an, 4. besonders bei jungen Unternehmungen möglichst genaue Angaben über ihre gesamten Existenzbedingungen. Eine recht anerkennenswerte Ausnahme bezüglich der Publizität ihrer Verhältnisse macht die „Zentralbank", die durch ihre Geschäftsberichte einen in vieler Beziehung klaren Einblick gewährt (vgl. bes. Bericht für 1900/01).

gehören, deren Erträgnisse eine verhältnismässige Regelmässigkeit aufweisen, da die Einkünfte einer Bahn, welche mit dem ganzen wirtschaftlichen Leben eines Gebietes einmal eng verknüpft ist, nur durch den Niedergang desselben oder durch aussergewöhnliche Nachteile im Betrieb, selten dagegen durch etwa entstehende Konkurrenz dauernd reduziert werden. Viel höher ist das Risiko natürlich bei neuen Linien.

Dazu tritt aber im vorliegenden Fall vor allen Dingen der Umstand, dass auf die von den Banken besessenen Anteile nur ein kleinerer Teil des Risikos entfiel, während den grösseren Teil desselben die meist von öffentlichen Verbänden besessenen Stammaktien trugen. Danach scheint die Natur der Wertpapiere allerdings in hohem Masse für den besprochenen Zweck geeignet zu sein, was, wie schon bemerkt, die praktische Erfahrung bisher durchaus bestätigt hat. Schwankungen in der Verzinsung des angelegten Kapitals sind jedoch — wenn auch in engem Spielraum — nicht gänzlich vermieden worden. Wie dieselben jedoch im einzelnen zu beurteilen sind, inwieweit ein Ausgleich zwischen dem Ertrage der einzelnen Effekten stattgefunden hat, könnte sich nur aus dem bisher nicht veröffentlichten Detailmaterial ergeben.

Zum Schluss darf es nicht unbetont bleiben, dass die von den Eisenbahnrentenbanken bisher angesammelten Reserven erstaunlich gering sind. Dies findet seine Erklärung vielleicht darin, dass die bisher erzielten Gewinne nicht so bedeutende Ziffern aufweisen, dass daraus grosse Rücklagen hätten gemacht werden können — was schon die nicht sehr hohen Dividenden zeigen. Vielleicht sind auch die Geschäftsleiter der Ansicht, dass eine Gefährdung des Kapitals der Gesellschaften ausgeschlossen ist. Solange sich der Aussenstehende aber nicht auf Grund der Einzelheiten davon überzeugen kann, muss es ihn immerhin erstaunen, dass ein Institut wie die Eisenbahnrentenbank in den 15 Jahren ihres Bestehens bei einem Obligationenumlauf von 37,54 Mill. Mk. nicht mehr als ganze 319 296 Mk., also noch nicht 1%, an Rücklagen angesammelt hat[1]).

[1]) Es bietet dafür auch kaum einen hinreichenden Ersatz, dass sie — wahrscheinlich wegen der stark differierenden Fälligkeitstermine

Ein ebensowenig erfreuliches Bild bieten die Budapester Gesellschaft[1]) und Eisenbahnbank. Nur die Zentralbank macht auch hier eine rühmliche Ausnahme, indem sie trotz ihres geringen Alters die höchsten Rücklagen besitzt.

Wenn die Geschäftspolitik der Trustgesellschaften mit starker Obligationenausgabe sich hinsichtlich der Solidität ihrer Anlage eine besondere Beschränkung in der Auswahl der Wertpapiere auferlegen muss, so scheinen ihr demgegenüber bezüglich der Liquidität ihrer Mittel gewisse Freiheiten einzuräumen zu sein. Wie die Erfahrung der englischen Trusts zeigte, ist es für Trustgesellschaften im allgemeinen geboten, einen Teil ihrer Mittel stets so anzulegen, dass er in Zeiten allgemeiner Depression, in welcher die einzelnen Unternehmungen häufig mit neuen Kapitalansprüchen an das Finanzinstitut herantreten, in welcher dieses aber keine neuen Aktien ausgeben kann, für solche Zwecke zur Verfügung steht.

Eine gleiche Unmöglichkeit, neue Wertpapiere auszugeben, besteht nun nicht für die Trustgesellschaften, die solche Obligationen ausgeben, die einen fast pfandbriefartigen Charakter zeigen. Diese haben meist einen weiten Markt, werden ähnlich den Pfandbriefen der Hypothekenbanken gewöhnlich durch freihändigen Verkauf emittiert und finden, wenn ihnen das öffentliche Vertrauen erhalten bleibt, gerade in Zeiten der Depression einen guten Absatz. Dies scheint auch die Obligationenemission der „Eisenbahnrentenbank“ zu bestätigen, welche allein in dieser Beziehung als Beispiel dienen kann, da ihre Existenz in die Zeiten der verschiedensten Konjunkturen zurückreicht. Nach folgender Tabelle ist es ihr möglich gewesen,

---

der Eisenbahndividenden und der Obligationenzinsen — einen Teil ihres Gewinnes von Jahr zu Jahr auf neue Rechnung vorträgt. Dies bedeutet doch immer nur eine vorübergehende Vorsichtsmassregel, statt dauernder innerer Kräftigung.

[1]) Bei der Ungarischen Lokaleisenbahnen Akt.-Ges. ist allerdings ein sogen. „Sicherstellungsfonds der Obligationen“ von etwa 3 Mill. Kronen vorhanden; derselbe ist aber nicht, wie man annehmen sollte, aus angesammelten Reserven gebildet, sondern stellt einen Teil des Aktienkapitals der Gesellschaft dar, der, in sicheren Wertpapieren angelegt unter den Aktivis gegen das Aktienkapital bilanziert.

in den Jahren 1890—1894, die sich durch eine sehr ungünstige Konjunktur auszeichneten, fortwährend neue Obligationen auszugeben, ja sogar früher 4½ %ige in 4 %ige zu konvertieren.

Obligationenemission der Eisenbahnrentenbank 1887—1901 [1])

Jahr der Emission	Nominalbetrag der emittierten Obligationen	Zinsfuss	Zeichnungskurs
1887	6 000 000	4½ %	101 %[2])
1888	600 000	„	—
1889	1 200 000	„	—
	6 450 000	4 %	—
1890	1 350 000	„	—
1891	700 000[3])	„	—
1892	2 500 000[4])	„	—
1893	2 982 000	„	—
1894	1 195 000	„	—
1895	6 735 000[5])	„	—
1896	ca. 5 000 000	„	—
1897	6 145 000[6])	„	—
1898	ca. 5 500 000[7])	„	—
1899	—	„	—
1900	—	„	—
1901	—	„	—

Damit soll natürlich nicht gesagt sein, dass das Finanzinstitut in dieser Beziehung gänzlich sorglos verfahren könne; unter Umständen bringt eine solche der Zwangslage entspringende Emission natürlich auch starke Nachteile mit sich.

[1]) Vgl. Berichte der Bank 1887—1901. — Die ungefähren Zahlen für 1896 und 1898 sind aus der Bilanz entnommen, da die Emissionen dieser Jahre in den Berichten nicht erwähnt sind.

[2]) Nur bei der ersten Emission hat Subskription zu festem Kurse stattgefunden, sonst freihändiger Verkauf zu verschiedenen Kursen.

[3]) Davon 300 000 Mk. zum Umtausch der 4½ %igen Obligationen.

[4]) „ 1 350 000 „ „ „ „ „ „

[5]) „ 675 000 „ „ „ „ „ „

[6]) „ 255 000 „ „ „ „ „ „

[7]) „ 3 390 000 „ „ „ „ „ „

Doch wird sie, geschickt durchgeführt, kaum zu den Unmöglichkeiten gehören, wie oft die Emission neuer Aktien; auf jeden Fall birgt also diese Seite der Trustgesellschaften bei vorliegendem Typus keine solchen Gefahren, wie bei den übrigen.

Vergegenwärtigt man sich die bisherige Rolle der Eisenbahnrentenbanken als finanzielle Vermittler zwischen den deutschen Kapitalisten und den ungarischen Lokalbahnunternehmungen, so ist kaum zu bestreiten, dass sie beiden Parteien nützliche Dienste geleistet haben: sie haben den ersteren eine rentable und bisher vertrauenswürdige Anlage dargeboten; sie haben den letzteren in reichem Masse Kapital zugeführt und damit ihre Entwicklung ausserordentlich gefördert. Wie geschildert, war jedoch die ausserordentlich schnelle Ausbildung der Vizinalbahnen nicht ihr Verdienst allein; die Eisenbahnrentenbanken waren vielmehr ein allerdings sehr wichtiges Glied in einer Unternehmungsorganisation, die als solche vielleicht ein gewisses Interesse verdient. Das Charakteristische an ihr ist das Zurücktreten der Funktionen der einzelnen Lokalbahnaktiengesellschaft. Bisher hatte dieselbe im allgemeinen fast stets Finanzierung und Betrieb, oft auch sogar den Bau in eigener Regie übernommen. Bei der Organisation der ungarischen Vizinalbahnen aber hat sie eigentlich keine der drei Funktionen mehr. Den Bau führt ein Unternehmer, den Betrieb eine fremde Bahngesellschaft, die Kapitalbeschaffung besorgt eine Finanzgesellschaft; die einzelne Aktiengesellschaft ist in den meisten Fällen zu einer rein formalen Organisation geworden.

Die Spaltung der Funktionen aber und ihre Uebernahme durch andere Unternehmungen, welche sich auf sie spezialisieren, war es gerade gewesen, welche die Entwicklung des ungarischen Lokalbahnwesens in so hervorragendem Masse gefördert hatte.

Eine ähnliche Organisation wird uns im deutschen Kleinbahnwesen begegnen. Da letzteres für uns aus der Nähe natürlich leichter zu überschauen ist, so wollen wir es zunächst betrachten und in der Zusammenfassung auf die hier gemachten Beobachtungen zurückgreifen[1]).

---

[1]) Vgl. S. 99 ff., 112 ff.

B. Die deutschen Kleinbahntrustgesellschaften

Während in den meisten grösseren deutschen Staaten das Kleinbahnwesen schon länger entwickelt war — z. B. in Bayern, wo die schon genannte Lokalbahn-Aktiengesellschaft eine Reihe von Linien betreibt, in Sachsen, wo sie der Staat selbst in Angriff genommen hat — war bis zum Beginn der neunziger Jahre in dem grössten deutschen Staate dieses wichtige Verkehrsmittel fast ganz zurückgeblieben. In Preussen hatte sich weder der Staat seiner Entwicklung gewidmet, noch konnte sich die private Unternehmung auf diesem Gebiete betätigen, da es an jeglicher sicheren Rechtsgrundlage mangelte. Das preussische Gesetz über „Kleinbahnen und Privatanschlussbahnen" vom 28. Juli 1892[1]) ging nun von der Absicht aus, zunächst eine solche zu schaffen und zwar unter möglichster Erleichterung von Bau und Betrieb. Von Bestimmungen über die Finanzierung wurde mit einer unwesentlichen Ausnahme[2]) abgesehen.

Eine wertvolle Ergänzung erfuhr das Gesetz noch durch das Gesetz vom 19. August 1895 betreffend das „Pfandrecht an Privateisenbahnen und Kleinbahnen" u. s. w., welches den Kleinbahnen erst die Möglichkeit gab, sich den erforderlichen Realkredit zu verschaffen[3]).

Die Erfahrungen der folgenden Jahre bewiesen jedoch, dass die Kleinbahnunternehmungen der öffentlichen Unterstützung nicht entbehren konnten. Derselben unterzogen sich in erster Linie die Provinzen[4]) und Kreise, welche naturgemäss das grösste Interesse an der Entwicklung dieses Verkehrsmittels in ihren Gebieten hatten. Ihre Beihilfe war einerseits eine technische, z. B. durch Projektierung der Anlagen, Ueberwachung der Ausführung u. dergl., andererseits eine

---

[1]) Gesetzsammlung, 1892, S. 225 ff. — Motive: Drucksachen des Herrenhauses, 17. Leg.-Per., 1892, Nr. 34. — Vgl. Gleim, Gesetz über Kleinbahnen.

[2]) Vgl. § 41 des Gesetzes.

[3]) Gesetzsammlung, 1895, S. 499 ff.

[4]) Ueber die Art der Beihilfe der Provinzen vgl. Zeitschrift für Kleinbahnen, 1901, S. 401 ff.

finanzielle. Sie bestand bei den Provinzen hauptsächlich in Darlehen zu billigem Zins und Aktienbeteiligung. Die Kreise liessen vielfach für eigene Rechnung Kleinbahnen erbauen, dann aber übernahmen sie auch Aktien privater Unternehmungen und gewährten ihnen billigen Kredit. Häufig ist ferner bei beiden die Uebernahme von Zinsbürgschaften, jährlichen Zuschüssen zur Verzinsung und Amortisation des Kapitals, vereinzelt auch Beiträge à fonds perdu. Seit dem Gesetz vom 8. April 1895[1]) hat auch der Staat jährlich eine nicht unbedeutende Summe zur Unterstützung der Kleinbahnen bewilligt, die hauptsächlich den landwirtschaftlichen Bahnen, welche sich weniger rentierten, zu gute gekommen ist. — Der Erfolg dieser Massnahmen zeigte sich in einer rapiden Entwicklung des Kleinbahnwesens in den preussischen Gebieten[2]).

Das Kleinbahnnetz, welches beim Inkrafttreten des Gesetzes — 1. Oktober 1892 — 90 Bahnen mit 1034 km Länge umfasste, erweiterte sich bis zum 31. März 1901 auf 340 Bahnen mit 8453 km Länge, was eine über achtfache Vergrösserung bedeutet. Noch bedeutender aber erscheint seine Wirkung, wenn man sein Augenmerk auf die eigentlichen „nebenbahnähnlichen" Kleinbahnen richtet, unter Ausschluss der Strassenbahnen, eine Unterscheidung, welche auch die amtliche Statistik seit der Ausführungsanweisung vom 13. August 1898 macht[3]). Dann entfallen auf die Kleinbahnen im engeren Sinne 201 Bahnen mit 6238 km Länge gegen eine schätzungsweise Länge von 150—160 km vor dem Gesetz, d. h. vierzigmal so viel! Von den oben genannten 8453 km Bahnlänge kommen somit fast Dreiviertel auf die eigentlichen Kleinbahnen, während die Strassenbahnen nur ein Viertel für sich in Anspruch nehmen — 139 Bahnen mit 2215 km. —

---

[1]) Gesetz betreffend die Erweiterung und Vervollständigung des Staatseisenbahnnetzes und die Beteiligung des Staates an dem Bau von Kleinbahnen (Gesetzsammlung, 1895, S. 91 ff.) § 1, III.

[2]) Vgl. für die folg. Darstellung und Zahlen die amtliche Statistik der preuss. Kleinbahnen: Zeitschrift für Kleinbahnen, 1901, S. 161—189; 1902, S. 153—183; dazu Ztg. d. Vereins deutsch. Eisenbahnverwaltungen, 1901, Nr. 68, S. 1045 ff.

[3]) Zeitschrift für Kleinbahnen, 1898, S. 435.

In einem ganz anderen Verhältnis aber stehen die in ihnen investierten Kapitalien zu einander.

Die Gesamtkosten sämtlicher Bahnen betrugen 715,77 Millionen Mark.

Davon wurden aufgebracht:

vom Staat	37,47	Millionen
von den Provinzen	37,67	„
„ „ Kreisen	92,44	„
„ „ Zunächstbeteiligten	39,23	„
„ sonstigen (d. h. in erster Linie vom Privatkapital)	508,94	„

und verwendet: auf die Strassenbahnen mit 398,54 Mill. Mk., d. h. pro km 179856 Mk.; auf die Kleinbahnen mit 317,23 Mill. Mk., d. h. pro km nur 50855 Mk. Ganz verschieden ist auch die Zusammensetzung der Kapitalgeber für die beiden Kategorien: Die Strassenbahnen, welche mit der mächtigen Entwicklung des grossstädtischen Verkehrs eng verknüpft sind, konnten die Hilfe der öffentlichen Körper meist leicht entbehren, da das Privatkapital von 398,54 Mill. Mk. 356,13 Mill. Mk. zur Verfügung stellte.

Bei den Kleinbahnen dagegen betrug die Beteiligung des letzteren nicht ganz die Hälfte, 152,81 Mill. Mk., während

der Staat	37,42	Millionen
die Provinzen	36,07	„
die Kreise	65,16	„
und die Zunächstbeteiligten	25,75	„

gaben; dies dürfte schon darauf hinweisen, dass es mit der Beschaffung des Privatkapitals einige Schwierigkeiten hatte.

Illustriert wird dies noch durch einen Blick auf die Rentabilität der nebenbahnähnlichen Kleinbahnen, deren verhältnismässig geringe Höhe weiteren Kreisen allerdings erst durch die angeführten Statistiken bekannt wurde. Dieselben geben zwei Aufstellungen, die aber zeitlich zum Teil zusammenfallen, da das Berichtjahr später verlegt wurde.

Von den 116 bezw. 128 Bahnen, welche für diese Betrachtung als tauglich erachtet werden — es wurden alle noch nicht ganz oder erst seit kurzem in Betrieb befindlichen Unternehmen ausgeschaltet — betrug der Reingewinn:

	In der Zeit vom 1. Okt. 1899 bis 30. Sept. 1900 (116 Bahnen)	In der Zeit vom 1. April 1900 bis 31. März 1901 (128 Bahnen)
0% (bezw. Verlust)	bei 33 Bahnen	bei 35 Bahnen
bis 1 „	„ 12 „	„ 20 „
„ 2 „	„ 15 „	„ 18 „
„ 3 „	„ 15 „	„ 22 „
„ 4 „	„ 18 „	„ 16 „
„ 5 „	„ 13 „	„ 7 „
„ 10 „	„ 10 „	„ 9 „
über 10 „	„ — „	„ 1 „

Nehmen wir eine über 3%ige Verzinsung als eine normale oder gute an, so hat diese nur ein Drittel bezw. ein Viertel der Bahnen erreicht. Die Angaben der Statistik gestatten jedoch kein Urteil über die durchschnittliche Verzinsung des von Privaten in Kleinbahnen investierten Kapitales, denn es zeigte sich im allgemeinen, dass die Rente am günstigsten war bei den älteren, ohne Staats- und Kommunalbeihilfe entstandenen, meist in industriellen Gegenden gelegenen Unternehmungen, während sie vor allem schwach war bei den landwirtschaftlichen Bahnen, die besonders Staatsunterstützungen erhalten hatten. Demnach dürften sich die Aussichten für das private Kapital doch etwas günstiger stellen, als es nach obiger Zusammenstellung erscheint; aber allzu gross ist der Unterschied, wie wir später feststellen werden, nicht gewesen[1]).

Sehen wir nun von der staatlichen und kommunalen Mitwirkung bei der Errichtung der Kleinbahnen ab, so bleibt die Hauptfrage:

---

[1]) Wenn die Bahnen nicht unmittelbar dem Erwerbe, sondern nachweisbar sonstigen Zwecken des Eigentümers dienten, so sind sie in obiger Rentabilitätsstatistik schon ausgelassen. Es gibt aber nun Fälle, wo ein solcher „sonstiger Zweck“ nicht so leicht feststellbar ist. Z. B. ist es vorgekommen, dass Bodenbesitzer als Aktionäre eine Kleinbahn errichteten, um den Verkaufswert der Ländereien zu erhöhen. Gelang dies, so konnten sie die geringe Bahnrente natürlich leicht verschmerzen. Letztere erscheint dann aber in einem ganz anderen Lichte, als dem einer Not leidenden Aktienunternehmung, die sich dem Verkehrsinteresse aufopfert.

Wie organisierte sich die private Unternehmung auf diesem Gebiete?

Es handelt sich hauptsächlich um drei wirtschaftliche Funktionen:

Bau — Betrieb — Finanzierung, in deren verschiedenartiger Kombination und Ausgestaltung man mehrere Methoden unterscheiden könnte:

Die einfachste ist folgende: Ein Bauunternehmer errichtet, unterstützt durch ein Finanzinstitut, eine Kleinbahn, aus welcher eine selbständige Aktiengesellschaft gebildet wird. Betrieb und Kapitalbeschaffung — letztere meist durch Vermittlung einer Gründungsbank — sind hier Sache der Aktiengesellschaft, während der Bau nur selten durch sie selbst ausgeführt wird. Unter diesem System sind in Deutschland z. B. die Strassenbahnen zum grössten Teile organisiert. Voraussetzung für seinen Erfolg sind aber mehrere Umstände: wendet sich die Unternehmung mit ihrem Kapitalanspruch an die örtlichen Interessenten, so muss bei diesen die nötige Kapitalkraft und eine entsprechende Unternehmungslust vorhanden sein; sucht die Kleinbahn aber die erforderlichen Mittel mit Hilfe eines zentralen Kapitalmarktes aufzubringen, so gelingt dies nur, wenn sie einen gewissen Umfang und eine grössere Bedeutung besitzt, Aussicht auf eine gute Rentabilität eröffnet und schliesslich auch — was die Vermittlung der Emissionsbanken betrifft — eine nicht allzu langwierige Entwicklung bis zur Emissionsreife durchmachen muss.

In all diesen Beziehungen war es nun mit dem entstehenden Kleinbahnwesen meist nicht allzu vorteilhaft bestellt. Wurde der Ertrag der Bahnen zuerst auch allgemein günstiger veranschlagt, als er sich später herausstellte, so waren die Hoffnungen, die man auf die Rentabilität der investierten Kapitalien setzen durfte, doch von Anfang an immerhin sehr beschränkt. Ausserdem konnten die einzelnen Linien kaum ein weiteres finanzielles Interesse beanspruchen; bis dieselben aber einmal zu grösseren Netzen ausgebaut waren, mussten zum mindesten mehrere Jahre vergangen sein. Dazu kam noch, dass das Bedürfnis nach Kapitalien für Kleinbahnen sich jetzt plötzlich in solchem Umfange einstellte, dass an eine völ-

lige Befriedigung desselben durch die Emissionsbanken nicht zu denken war.

Demgegenüber fand man einen Ausweg zunächst in einer weiteren Methode. Diese überträgt dieselbe Kombination der drei Funktionen — Bau, Betrieb, Finanzierung — auf eine Art „Massenunternehmung". Sie besteht darin, dass eine grosse, kapitalstarke Aktiengesellschaft eine grössere Zahl örtlich getrennter Linien besitzt und für eigene Rechnung betreibt. Den Bau derselben besorgt meist ein mit ihr liierter Unternehmer. Das bedeutendste Beispiel dieser Art ist die „Süddeutsche Eisenbahngesellschaft" in Darmstadt[1]). Aehnlich ist auch die ältere „Allgemeine Lokal- und Strassenbahngesellschaft" in Berlin organisiert. Auch die „Lokalbahnaktiengesellschaft" in München gehört hierher, was ihre deutschen Linien angeht; jedoch betreibt sie die letzteren nicht nur, sondern baut sie auch selbst.

Der Vorzug dieses zweiten Systems besteht vor allem darin, dass dadurch die einzelnen Anlagen aus ihrer lokalen Isoliertheit finanziell herausgehoben und dem Kapitalmarkt in einer annehmbaren Form dargeboten werden. Ausserdem rentiert sich bei einer solchen Unternehmung die Anstellung teuerer, technisch vorzüglich geschulter Kräfte, die eine einzelne Bahn nicht bezahlen und ausnützen könnte; die Gesellschaft wird ferner infolge ihrer mannigfachen Betriebe wertvolle Erfahrungen sammeln, und es ist auch nicht ausgeschlossen, dass sich die Erträgnisse ihrer Bahnen bis zu einem gewissen Grade wenigstens untereinander ausgleichen.

Wird auf diese Weise der Hauptzweck, nämlich die Beteiligung der grossen Kapitalmärkte, erreicht, so bleiben doch noch zwei Schwierigkeiten bestehen: die erste liegt darin, dass der Bau einer grossen Zahl von Kleinbahnlinien bei entsprechender Vorsicht nur allmählich vor sich geht. Infolgedessen ist der Betrag des Kapitales, das die Gesellschaft verwenden kann, ein nach und nach wachsender. Häufige Emis-

---

[1]) Gegründet zur Uebernahme der von der Firma H. Bachstein in Berlin mit Hilfe der (Darmstädter) Bank für Handel und Industrie gebauten Bahnen.

sion junger Aktien in kleineren Beträgen aber ist praktisch unrationell; deshalb vergrössert die Gesellschaft ihr Kapital von Zeit zu Zeit, ist aber dann leicht in der Zwangslage, einen Teil desselben unbenützt beim Bankier liegen lassen zu müssen, oder andererseits bedeutende Schulden zu kontrahieren. Die zweite Schwierigkeit liegt in der verhältnismässig geringen Verzinsung, welche die investierten Kapitalien besonders in der ersten Zeit abwerfen können. 5—6% Dividende ist für Aktienemissionen nicht besonders verlockend; etwas niedriger, aber fest verzinsliche Wertpapiere fänden einen weit leichteren Absatz.

Solche Ideen finden wir verwirklicht bei einem dritten Organisationssystem, dessen Charakteristikum die Verwendung von Trustgesellschaften für die Finanzierung ist: Die einzelnen Kleinbahnlinien werden als formal selbständige Aktiengesellschaften errichtet, deren Anteile die Trustgesellschaft ganz oder zum grössten Teil besitzt. Auf Grund dieses Aktienbesitzes gibt die Trustgesellschaft nun Obligationen aus. Voraussetzung für die Möglichkeit, die Obligationen stets regelmässig verzinsen zu können, ist aber das Prinzip, dass die Trustgesellschaft nicht das ganze Risiko der Unternehmung, vor allem bei neuen Linien, auf sich nimmt, sondern sich eine gewisse Mindesteinnahme auf jeden Fall sichert. Bei den ungarischen Eisenbahnunternehmen hatte man dies dadurch erreicht, dass man nur Vorzugsaktien erwarb, denen ein bestimmter Ertrag, wenn auch nicht rechtlich, so doch tatsächlich sicher war — bei den deutschen Kleinbahngesellschaften begegnete man der Schwierigkeit, indem man das Risiko zum grössten Teile auf einen Generalpächter abwälzte, der, meist zugleich Bauunternehmer, den Betrieb pachtweise übernahm gegen eine Mindestabgabe, welche eine genügende Verzinsung der Anlage garantierte[1]).

[1]) In diesem Verhältnis erblickte man noch einen weiteren Vorteil: der Umstand, dass derselbe Unternehmer Bau und Betrieb in der Hand hatte, bot eine gewisse Gewähr für die Güte und Zweckmässigkeit der Anlage, die alle Verträge an Sicherheit übertreffen sollte, weil der Bauunternehmer als späterer Betriebsunternehmer die Folgen seiner eigenen Fehler zu tragen hätte (vgl. Unruh, Kleinbahnen, S. 60 ff.).

Was wurde auf diese Weise erreicht? — Zunächst wie beim zweiten System eine finanzielle Zusammenfassung der einzelnen Unternehmungen. Zweitens die Beschaffung billigen Kapitales mittels der Obligationen. Die zwischen der eingenommenen Aktiendividende und dem zu zahlenden Obligationenzins sich ergebende Differenz ermöglichte denn auch eine höhere Dividende für die Aktien, deren Absatzfähigkeit sich ebenfalls dadurch erhöhte[1]). Drittens gewann man die Möglichkeit, sich das erwünschte Kapital ganz allmählich durch entsprechende Hinausgabe von Schuldverschreibungen zu beschaffen. Dieselben wurden meist nicht durch Subskription, sondern durch zwanglosen freihändigen Verkauf, ähnlich wie dies bei den Pfandbriefen der Hypothekenbanken geschieht, untergebracht.

Was nun den Charakter der Trusts als Finanzgesellschaften betrifft, so steht er in den meisten Fällen dem schon durch die Ungarische Lokaleisenbahnen-Aktiengesellschaft bezeichneten Typus am nächsten[2]): Die Kleinbahntrustgesellschaften sind nicht einfache Effektenerwerber, sondern sie ergreifen selbst die Initiative zu neuen Anlagen, besorgen ihnen das Kapital und beaufsichtigen sie dauernd als eine Art von Zentralinstanz. Ihr Wesen kann sich daher leicht mit dem einer direkten Betriebsgesellschaft berühren, es kommt auch vor, dass eine Unternehmung von einer in die andere Form übergeht. Daher ist auch der statutarische Zweck aller dieser Gesellschaften, welche sich in erster Linie der Finanzierung widmeten, doch stets so weit gefasst, dass ihr auch Betriebs- und selbst Baugeschäfte gestattet sind. — Um sich einen Begriff von dem Wesen derselben machen zu können, ist es aber nötig, die einzelnen Institute kurz zu charakterisieren.

Schon bei Erlass des preussischen Kleinbahngesetzes tauchte in der Presse der Plan auf, das bedeutende Kapital, welches in Zukunft wahrscheinlich für Kleinbahnen erforderlich sein würde, durch ein grosses Finanzinstitut nach Muster der ungarischen Banken zu erheben[3]). Von solchen Erwägungen ist

---

[1]) Es sei hier an die Idee des englischen „Kapitalspalten“ erinnert, S. 37 ff.

[2]) Vgl. S. 84—85.

[3]) Deutscher Oekonomist, 1892, S. 404.

denn auch wahrscheinlich die Errichtung der hervorragendsten Kleinbahntrustgesellschaft ausgegangen, welche Anfang 1893 von der sogen. „Landaugruppe“ unter Führung der Nationalbank für Deutschland gegründet wurde: die „Allgemeine Deutsche Kleinbahngesellschaft“ zu Berlin[1]). Den Statuten nach zu allen möglichen technischen und finanziellen Operationen auf dem Gebiete des Kleinbahnwesens berechtigt, widmete sie sich in den ersten Jahren ihres Bestehens lediglich der Finanzierung und vermied sowohl Bau- als Betriebsgeschäfte. Ihre Mitwirkung bei der Kapitalbeschaffung für eine Bahn wurde davon abhängig gemacht, dass ein Generalunternehmer den Bau gegen eine feste Summe und den Betrieb pachtweise gegen eine Quote des Gewinnes übernahm, welcher so geteilt wurde, dass der Kleinbahngesellschaft eine genügende Verzinsung ihres Kapitales auf jeden Fall gesichert war[2]). Ein Teil der Bausumme wurde als Garantiefonds zurückbehalten, so dass das Risiko der Gesellschaft auf ein Minimum reduziert wurde. Die einzelnen Bahnen waren meist als selbständige Aktiengesellschaften organisiert, deren Kapital sich ganz oder zum grössten Teil im Besitz der Trustgesellschaften befand. Zum Teil unter Unterstützung von seiten der Kommunalverbände, errichtete die Kleinbahngesellschaft in Verbindung mit bekannten Bau- und Betriebsfirmen[3]) zunächst in Schlesien, dann aber in ganz Norddeutschland, ferner in Oesterreich-Ungarn eine grosse Zahl von Bahnen. Da ihre Einkünfte aus denselben vertragsgemäss sicher gestellt waren, so konnte sie sich das Kapital zum grössten Teil durch Obligationen beschaffen.

Dieselben durften bis zur Höhe der von der Gesellschaft besessenen „Vermögensstücke“, also sowohl auf Grund von Effekten als auch Bahnanlagen oder Forderungen ausgegeben

---

[1]) Vgl. Statut und Berichte. — Berl. Börs.-Cour., 16. Dez. 1893.

[2]) Die Pachtverträge lauteten meist auf 10—15 Jahre; wie man sich später die Weiterführung der Geschäfte dachte, ist nicht ganz klar. Wahrscheinlich nahm man an, die Bahnen hätten sich dann so weit entwickelt, dass sie auch bei Selbstbetrieb stets eine genügende Rente abwerfen würden.

[3]) Z. B. Vering & Wächter, Kramer & Co., Ph. Balke, Vereinigte Eisenbahnbau- und Betriebsgesellschaft.

Allgemeine deutsche Kleinbahngesellschaft

Debet — Vermögensstand per 30. Juni 1901 [1]) — **Kredit**

	Mk.	Pf.
An Kassenbestand	14 409	74
„ Eigene Bahnen und Beteiligungen an Bahnen	6 316 928	97
„ Effekten	25 650 985	48
„ Geschäftshaus Linkstrasse 19	250 000	—
„ Forderungen	17 004 596	89
„ Inventar-Konto	3 519	71
„ Disagio-Konto für Obligationen	142 500	—
„ Verschiedene transitorische Debetposten von zusammen	1 253 255	07
„ Verlust	1 469 182	50
	52 105 378	36

			Mk.	Pf.
Per Aktien-Kapital-Konto			7 500 000	—
„ Gesetzlicher Reservefonds			750 000	—
„ Betriebs-Reservefonds			116 972	37
„ Erneuerungsfonds			59 674	57
„ Bahnkörper-Amortisationsfonds			104 263	49
„ Obligationen-Tilgungsfonds und Obligationen-Sicherungsfonds			40 702	—
„ Betriebsgarantiefonds			500 000	—
„ 4½% Obligat.-Konto, Emission 1894	Mk.	3 874 500		
„ 4% Obligat.-Konto, Emission 1895	„	3 855 000		
„ 4% Obligat.-Konto, Emission 1896	„	3 855 000		
„ 4% Obligat.-Konto, Serie IV	„	3 945 500		
„ 4% Obligat.-Konto, Serie V	„	3 945 500		
„ 4% Obligat.-Konto, Serie VI	„	3 945 500		
„ 4% Obligat.-Konto, Serie VII	„	6 000 000		
„ 4½% Obligat.-Konto, Serie VIII	„	4 000 000		
„ 4½% Obligat.-Konto, Serie IX	„	6 000 000		
	Mk.	39 421 000		
ab: am 30. Juni 1901 im Besitz der Gesellschaft befindliche 4%ige	Mk.	466 000		
4½%ige	„	362 500		
	Mk.	828 500		
lt. Beschluss d. Aufsichtsrats vom 20. Juni 1901 vernichtete 4%ige Obligationen	Mk.	2 000 000	Mk. 2 828 500	36 592 500
„ Obligationen-Einlösungs-Konto rückständige ausgeloste Obligationen				36 720 —
„ Hypotheken-Konto				215 000 —
„ Obligationen-Zinsen, rückständige inklusive per 1. Juli 1901 fällige				327 373 75
„ Obligationen-Zinsen vom 1. April 1901 bis 30. Juni 1901 auf die z. 1. Oktbr. 1901 fälligen Coupons				209 638 12
„ Rückständige Dividenden				17 475
„ Kreditoren				3 969 333 62
„ Verschiedene transitorische Kreditposten				1 665 725 44
				52 105 378 36

[1]) Vgl. Semesterbericht, vorgelegt der Generalversammlung vom 19. September 1901.

Das Konto „Eigene Bahnen und Beteiligungen an Bahnen“ umfasste:

Eigene Bahnen:

1.	Dessau-Radegast-Köthen	43,75 km,
2.	Eltville-Schlangenbad	8,00 „
3.	Katscher-Gr. Peterwitz	8,8 „
4.	Biebertalbahn	11,5 „
5.	Kleinbahnen im Kreise Marienburg	76,3 „
6.	Philippsheim-Binsfeld	8,28 „

Beteiligungen (30%):

7.	Achern-Kappelrodeck-Ottenhöfen	11 „
8.	Jagsttalbahn	39 „

Das Konto „Effekten“ setzt sich zusammen, wie folgt:

			Nominal.
1.	Riesengebirgsbahn-Geschäftsanteile		1 000 000 Mk.
2.	Vorwohle-Emmerthaler Eisenbahn-A.-Aktien		2 000 000 „
3.	Schlesische Gas- und Elektrizitätswerke Aktien La. B.		517 200 „
4.	Schlesische Kleinbahnaktien, vollgezahlte	1 243 000 Mk.	
	Schlesische Kleinbahnaktien, mit 25% eingezahlte 10 500 000	2 625 000 „	
			3 868 000 „
5.	Nassauische Kleinbahn-A.-Aktien auf 4 186 000 eingezahlt		3 121 500 „
6.	Breslau-Trebnitz-Prausnitzer Kleinbahnaktien		2 745 000 „
7.	Trachenberg-Militscher Kreisbahnprioritätsaktien		661 000 „
8.	Westpreussische Kleinbahnaktien		1 190 000 „
9.	Elektrische Kleinbahn in Mansfelder Bergrevieraktien		3 246 000 „
10.	Aschersleben-Schneidlingen-Nienhagener Kleinbahnprioritätsaktien		241 000 „
11.	Alt-Landsberger Kleinbahn-A.-Aktien		285 000 „
12.	Nagykaroly-Somkuter Lokalbahnprioritätsaktien		2 813 330 „
13.	Gyulafehervar-Zalatnaer Lokalbahnprioritätsaktien		1 656 650 „
14.	Muranytalbahnprioritätsaktien		2 262 870 „
15.	Garamberzencze-Levaer Lokalbahnaktien		1 262 420 „
16.	Teplitzer Elektrizitätswerke und Kleinbahn Stamm- und Prioritätsaktien		76 840 „
17.	Saitz-Göding Kleinbahn Stamm- und Prioritätsaktien		347 140 „
18.	Stramberg-Wernsdorf Lokalbahnaktien		154 360 „
19.	Neograder Lokalbahnaktien		269 450 „
20.	Tiszapolgar-Niregyhaza Lokalbahnprioritätsaktien		1 076 780 „
21.	Deutsche Reichs- und Preuss. Staatsanleihe zu 3½%		73 750 „
22.	Desgleichen zu 3%		391 300 „
23.	4½%ige Schlesische Kleinbahnobligationen		2 000 000 „
24.	Diverse		83 500 „
			31 343 090 Mk.

werden; sie sollten jedoch den achtfachen Betrag des Aktienkapitales — erst 5, dann $7\frac{1}{2}$ Mill. Mk. — nicht überschreiten. Dieselben waren in Serien eingeteilt und wurden nach einem bestimmten Plane getilgt.

Von dem Rechte der Obligationenemission hat die Gesellschaft den weitesten Gebrauch gemacht. Dieselben erreichten in der Bilanz vom 30. Juni 1901 die bedeutende Höhe von 36,59 Mill., während an eigenen Bahnen 6,31 Mill., an Effekten 25,65 Mill. und an Debitoren 17,00 Mill. vorhanden waren. Letztere bestanden zum grössten Teil aus Forderungen an Kleinbahngesellschaften. An Gesamtreserven waren dagegen nur etwa 1,57 Mill. vorhanden, was als ausserordentlich wenig bezeichnet werden muss.

Der Gewinn der Gesellschaft umfasste in erster Linie die Dividenden der Kleinbahnaktien, deren Minimum vertragsmässig feststand; ferner die Zinsen der gewährten Kredite und hie und da auch Emissionsgewinne auf veräusserte Effekten. Diese bestanden meist aus den Anteilen eines grösseren Netzes von Linien, welches die Gesellschaft allmählich ausgebaut und zu einer besonderen Aktiengesellschaft umgestaltet hatte[1]). Die Dividende betrug meist $7\frac{1}{2}\,\%$ p. a. Lange Jahre hielt man das Unternehmen für sehr sicher fundiert.

Da tat im Jahre 1899 die Leitung der Gesellschaft den verhängnisvollen Schritt, die Verträge mit ihren Betriebsunternehmern zu kündigen[2]). Grund dafür war eine auf vielen Bahnen eingerissene Misswirtschaft, die darin ihren Grund hatte, dass sich die Betriebsführer in dem Erträgnis der Bahnen getäuscht sahen, das allgemein viel günstiger veranschlagt worden war, als es sich später herausstellte.

Der Betrieb ging nun für Rechnung der einzelnen Aktiengesellschaften, deren Kapital sich im Besitze der Kleinbahngesellschaft befand; diese übernahm somit das gesamte Risiko der Unternehmungen. Damit aber fiel das Moment fort, welches

---

[1]) Z. B. die Schlesische Kleinbahnaktiengesellschaft.

[2]) Berliner Tageblatt vom 9. Sept. 1901. Vgl. Semestralbericht zur Generalversammlung am 19. Sept. 1901, und Berichte der Revisionskommissionen der Aktionäre und Obligationäre, sowie der Vertretung der Obligationäre.

die grosse Obligationenausgabe gerechtfertigt hatte: die Sicherheit eines zur Verzinsung der letzteren hinreichenden Minimaleinkommens. Man war vielmehr, ausser auf die unbedeutenden kommunalen Zinsgarantien, lediglich auf die jeweiligen Betriebseinkünfte angewiesen[1]). Unglücklicherweise trat nun bald nach jenem Schritt der Konjunkturumschwung des Jahres 1900 ein, welcher natürlich nicht ohne Wirkung auf die Einkünfte der Kleinbahnen blieb. Hand in Hand damit ging eine starke Erniedrigung des Kurses verschiedener börsenmässig gehandelter Wertpapiere, die von der Kleinbahngesellschaft emittiert waren, sich aber zum Teil noch in ihrem Besitz befanden. Infolge dieser Ereignisse wurde es um die Mitte 1901 offenbar, dass die Einkünfte der Gesellschaft die Höhe der zu bezahlenden Schuldzinsen nicht mehr erreichten. Eine Panik folgte dieser Erklärung, die zunächst in einem heftigen Kursrückgang ihren Ausdruck fand.

Es ist klar, dass die Geschäftsleitung wegen der Kündigung der Betriebsverträge auf das heftigste angegriffen wurde. Sie suchte sich damit zu entschuldigen, dass der eigentliche Fehler im Statut liege, welches die Ausgabe eines zu hohen Obligationenkapitals ermöglicht habe[2]). Die Kündigung der Verträge sei vollkommen gerechtfertigt gewesen, da die Uebernahme der Bahnen in die eigene Verwaltung dieselben allein vor einreissender Verwahrlosung hätte behüten können.

Mag man diesen Schritt im konkreten Falle billigen oder nicht — jedenfalls lag eine Inkonsequenz gegenüber der von der Gesellschaft bisher befolgten Geschäftspolitik und der daraus folgenden Art der Kapitalbeschaffung vor. Wie schon bei Betrachtung der ungarischen Eisenbahnrentenbanken ausgeführt, genügt es für eine Trustgesellschaft, welche Unternehmungen durch Obligationenausgabe finanzieren will, nicht, dass dieselben im allgemeinen rentabel sind, sondern sie müssen vor allem auch eine so regelmässige Rente abwerfen, dass die Verzinsung der Schuldverschreibungen auf jeden Fall ge-

---

[1]) Diese hoffte man allerdings durch den Eigenbetrieb steigern zu können.

[2]) Berl. Tageblatt vom 20. Sept. 1901.

sichert ist. Besonders bei jungen Unternehmungen, die zudem einem erst im Entstehen begriffenen Unternehmungsgebiet angehören, muss das Prinzip sein: entweder Uebernahme des ganzen Betriebsrisikos und geringe Ausgabe festverzinslicher Wertpapiere — oder aber starke Obligationenausgabe mit Sicherung einer Minimaldividende. Diese Notwendigkeit scheint die Kleinbahngesellschaft anfänglich auch durchaus erkannt zu haben — nur, dass die entsprechenden Massregeln zu der Zeit, als sie ihrem eigentlichen Zweck dienen sollten, aufgehoben worden waren. War die Kündigung der Verträge aber aus irgend einem Grunde unabweislich, so hätte sie nicht eher geschehen dürfen, als das hohe Obligationenkapital auf irgend eine Weise wenigstens zum Teil beseitigt war. Der Grösse desselben aber ohne weiteres die Schuld an der Kalamität zuzuschieben, muss als entschieden ungerechtfertigt bezeichnet werden.

Aber das Schlimmste stand noch bevor. Hätte es sich nur um eine vorübergehende Geldklemme gehandelt, in welche die Gesellschaft durch ihre verkehrte Geschäftspolitik gekommen war, so wäre der Schaden wahrscheinlich nicht allzu schwer heilbar gewesen. Dies wurde auch anfänglich allgemein angenommen[1]). Eine Revision der Vermögenslage der „Kleinbahngesellschaft“ aber, zu der die erwachte Kritik drängte, zeigte nunmehr, dass ihre Anlagen nicht nur unregelmässig in ihrem Ertrage, sondern zum grössten Teil überhaupt völlig unrentabel seien[2]). Es wurde jetzt klar, weshalb die Pächter mit allen Mitteln nach Auflösung der Verträge gestrebt hatten: sie hatten beim Betriebe zugesetzt, grosse Verluste erlitten, waren zum Teil in Konkurs geraten.

Die Erklärung für diese missliche Situation liegt darin, dass sich alle beteiligten Parteien über die Rentabilität der Kleinbahnen gründlich getäuscht hatten. Das ist leicht verständlich: zunächst fehlten in Deutschland seit langem grössere Erfahrungen über den Privatbahnbau überhaupt und speziell solche über Kleinbahnen. Dazu kam die Einführung des elek-

[1]) Frankf. Ztg. vom 29. Juli 1901.

[2]) Vgl. die S. 104, Anm. 2 zitierten Berichte.

trischen Betriebes, der sich — leider oft zu spät — bei Kleinbahnen mit ihrem wenig intensiven Verkehr als viel zu teuer erwies; bot er doch sogar bei den Strassenbahnen mit ihrem weit lebhafteren Betrieb oft nicht genügende Rentabilität. Ferner hatte man auf ein grösseres Entgegenkommen der Staatsbahnen gerechnet, die aber in manchen Fällen, wo Kleinbahnlinien in Konkurrenz mit ihnen treten konnten, den Wettbewerb in den Konzessionen durch entsprechende Bestimmungen unmöglich machten[1]).

Die in den meisten Fällen durchaus ungenügende Verzinsung und dementsprechende Entwertung der Anlagen musste auf die Dauer zur Krisis führen, auch wenn die Betriebsverträge und damit eine hinreichende Minimaleinnahme noch länger bestehen geblieben wären. Ihr sofortiger Eintritt aber hatte vielleicht noch die günstige Seite, dass damit allen weiteren Investierungen ein Ende bereitet wurde und der Verlust nicht noch den jetzigen — etwa den doppelten Betrag des Aktienkapitals — überschritt. Die Sanierung, welche in der Ausführung begriffen ist, war natürlich nicht ohne starke Schädigung der Obligationäre an Kapital und Zinsen möglich[2]).

Die „Kleinbahngesellschaft" ist hier etwas ausführlicher besprochen worden, weil sie nicht nur das erste und bedeutendste Unternehmen dieser Art ist, sondern weil ihre Schicksale verschiedene wertvolle Erfahrungen darbieten. Bei der Betrachtung der übrigen kleineren Gesellschaften kann man sich jedoch mit einem kurzen Ueberblick genügen.

Sehr instruktiv für die Kenntnis der Organisation des modernen Kleinbahnwesens und besonders für die Kombination von Bau- und Betriebsgesellschaft einerseits, Finanzgesellschaft

---

[1]) Vgl. besonders in dem S. 104 zitierten Bericht der Revisionskommissionen sub 6 a—g die Gutachten der Sachverständigen.

[2]) Der Nominalbetrag der 4- und 4½ %igen Obligationen wurde um 40 % erniedrigt, der Zinsfuss beider Kategorien auf 3 % herabgesetzt, während die Inhaber der bisher 4 %igen Obligationen 20 %, die der 4½ %igen Obligationen 25 % ihres bisherigen Kapitals in neuen Aktien der Gesellschaft erhielten. Die alten Aktien wurden im Verhältnis von 6 : 1 zusammengelegt.

andererseits, sind zwei Institute in Frankfurt a. M., die, obwohl erst 1898 gegründet, doch ihre Tendenzen sehr scharf erkennen lassen. Es sind dies die „Deutsche Eisenbahngesellschaft“ und die „Aktiengesellschaft für Bahnbau und Betrieb“. Wie der Name besagt, ist die zweite als Bau- und Betriebsunternehmerin gedacht, die ihr Kapital nur vorübergehend in ihren Bauunternehmungen anlegt, daher nur einer kleineren Summe bedarf und keine Obligationen ausgibt. — Die erstere ist das zugehörige Trustunternehmen. Ihre Mittel sollen dazu dienen, dauernd in den Unternehmungen angelegt zu werden, welche die andere Gesellschaft gebaut hat und betreibt. Sie ist daher mit grösserem Kapitale ausgestattet und darf den fünffachen Betrag desselben in Schuldverschreibungen ausgeben; gesichert ist deren Verzinsung durch Betriebsverträge, welche, wie bei der „Kleinbahngesellschaft“, einen Minimalertrag garantieren. Dem grösseren Risiko, welches die andere Gesellschaft dann übernimmt, stehen die grösseren Gewinnchancen beim Bau gegenüber.

Die Errichtung einer solchen Trustgesellschaft konnte natürlich auch von einem Bauunternehmer in seinem Interesse veranlasst werden. So liess eine grosse Privatfirma[1]) für ihre Zwecke die „Bank für Deutsche Eisenbahnwerte“ in Berlin ins Leben rufen, welche dazu diente, die Anteile einiger Bahnen aufzunehmen, welche sie mit Berliner Finanzhäusern gebaut hatte[2]).

Weniger ausgesprochen ist der Trusttypus bei der „Westdeutschen Eisenbahngesellschaft“, Köln 1895.

Dieselbe trat anfangs als Betriebsunternehmerin auf[3]), erwarb und baute aber dann selbst eine grössere Zahl von Linien. Indem sie diese später zu selbständigen Aktiengesellschaften ausbildete, an deren Kapital sie stark beteiligt war, erhielt sie mehr und mehr den Charakter einer Trustgesellschaft[4]).

---

[1]) Lenz & Co., Berlin.

[2]) Vgl. Berichte der Berliner Handelsgesellschaft 1896—1898.

[3]) Für von der Firma Lenz errichtete Bahnen.

[4]) In der Bilanz per 31. Dez. 1900 fehlen eigene Bahnen vollständig, während das Effektenkonto einen Bestand von 27,57 Mill. Mk. aufweist. Dem stehen gegenüber ein Aktien- und Obligationenkapital von je 10 Mill. Mk. (Bericht für 1900).

Ist es schon bei der Westdeutschen Eisenbahngesellschaft zweifelhaft, ob man sie nicht mehr als Bauunternehmerin betrachten soll, welche die Form der Aktiengesellschaft für ihre Unternehmungen nur wählt, um sie in dieser Form veräussern zu können, so tritt dieses Moment als das massgebende bei den zwei folgenden Gesellschaften auf, die sich gleichsam nur im „Nebenberuf" mit Finanzierung abgeben. Es sind dies die schon oben erwähnte „Vereinigte Eisenbahnbau- und Betriebsgesellschaft" 1895[1]) und die „Kontinentale Eisenbahnbau- und Betriebsgesellschaft" 1898.

Die letztere steht noch am Anfange der Entwicklung. Die erstere ist insofern bemerkenswert, als sie für ihre Obligationen besondere Sicherstellung durch Verpfändung einzelner Effekten bewirkte[2]) [3]).

Hiermit dürfte die Zahl der Gesellschaften, welche im deutschen Kleinbahnwesen den Trusttypus mehr oder weniger klar zum Ausdruck gebracht haben, erschöpft sein. Eine Zusammenstellung ihrer Vermögensverhältnisse und wichtigsten Anlagen nach den Bilanzen, wie bei den ungarischen Gesellschaften, würde hier keinen Zweck haben, weil daraus die verwickelten Besitz- und Betriebsverhältnisse, auf die es ja gerade ankommt, nicht ersichtlich sind. Material über diese, welches sich zur Einordnung in eine vergleichende Uebersicht geeignet hätte, war aus den Publikationen der Gesellschaften nicht zu entnehmen.

Was die innere Geschäftspolitik dieser Unternehmungen betrifft, so bieten sie gegenüber der von der „Kleinbahngesellschaft" gemachten Erfahrungen nur wenig Neues.

Die hauptsächlichen Gesichtspunkte für die Finanzierungsmethode der Trustgesellschaften mit starker Obligationenausgabe hatten sich bereits aus der Betrachtung der ungarischen Eisenbahnrentenbanken ergeben[4]); sie waren gerichtet weniger

---

[1]) Deutsch. Oekonomist 1898, S. 317; 1900, S. 389.

[2]) Berl. Börs.-Cour. vom 22. Juni 1898 (Prospekt).

[3]) Die 1898 gegründete „Deutsche Eisenbahnbetriebsgesellschaft" ist, soviel bekannt, im wesentlichen eine eigentliche Betriebsgesellschaft für die Baufirma Vering & Wächter zu Berlin.

[4]) S. 88 ff.

auf eine besondere Liquidität der Mittel der Bank, als auf ihre Solidität, und zwar in doppelter Hinsicht: erstens muss die Anlage natürlich überhaupt eine rentable sein: zweitens aber muss ihre Verzinsung eine solche Regelmässigkeit aufweisen, dass die darauf basierte Verzinsung der Obligationen auf jeden Fall gesichert ist.

Die „Kleinbahngesellschaft" hatte zunächst gegen den letzteren Grundsatz verstossen, indem sie die Betriebsverträge aufhob, welche als Garantie für die Regelmässigkeit der Einkünfte dienten.

Man könnte hier einwenden — und dies wäre für den vorliegenden Fall vollkommen zutreffend —, dass das Ausbleiben der Effektenverzinsung im Grunde genommen eine Folge der mangelnden Rentabilität ihrer Anlagen überhaupt gewesen sei. Trotzdem aber verliert die Beobachtung nichts von ihrer typischen Bedeutung: auch bei Unternehmungen von durchaus gesunder Basis kann es, besonders in der ersten Zeit ihres Bestehens, stets vorkommen, dass sie vorübergehend eine geringere Rente abwerfen. Diese Schwierigkeit geschickt zu umgehen, ist eben die Hauptaufgabe der Finanzierungspolitik einer Trustgesellschaft mit hoher Obligationenausgabe.

Den Ruin der Gesellschaft aber hatte — und damit kommen wir zu dem zweiten Fehler ihrer Geschäftspolitik — schliesslich ihre unrentable Kapitalanlage herbeigeführt. Dagegen halfen auch alle Betriebsverträge nichts — denn die Pächter mussten bei ihren dauernden Verlusten am Ende Bankerott machen. Insofern ist der „Kleinbahngesellschaft" nun keine besondere Schuld beizumessen, als, wie ausgeführt, eben alle Beteiligten — auch Gemeinden und Kreise — sich über die Rentabilität der Bahnen schwer getäuscht hatten.

Dies führt uns aber zu einer anderen Seite der Finanzierung durch Trustgesellschaften mittels eines so komplizierten Systems. Allerdings wäre die Kapitalbeschaffung für den grössten Teil der Kleinbahnen durch Emission ihrer Anteile nur sehr schwer oder gar nicht möglich gewesen. Nehmen wir aber einmal an, sie wäre auf diesem Wege dort, wo sie ausführbar war, geschehen. Dann wäre die schwache Rente der meisten Anlagen in den Dividenden der letzten 7—8 Jahre

wahrscheinlich viel deutlicher zu Tage getreten, als es tatsächlich der Fall war, und hätte von weiteren Kapitalinvestierungen abgehalten. Die Betriebsunternehmer aber, die als Bauunternehmer einen guten Gewinn machten, trugen vielleicht oft eine Zeitlang stillschweigend die Betriebsverluste in der Hoffnung, dass die Rente doch noch steigen werde, vor allem aber in der Absicht, diese durch weitere Baugewinne, die ihnen die Verbindung mit der Trustgesellschaft sicherte, auszugleichen.

Wenn auch ein Beweis dieser Annahme nur mit Kenntnis der gesamten Einzelheiten möglich wäre, so erscheint doch so viel einleuchtend, dass die Finanzierung junger Unternehmungen mittels eines solchen Systems zur Verschleierung der tatsächlichen ökonomischen Entwicklung derselben, wenigstens eine Zeitlang, führen kann, der aber dann eine schwere Enttäuschung über kurz oder lang folgen muss. Die Möglichkeit einer solchen Katastrophe, die dann, meist mit einer allgemeinen Wirtschaftskrisis zusammenfallend, diese verstärkt, kann nur durch eine besondere Vorsicht bei Neuanlagen und eine dauernde scharfe Kontrolle ihrer Entwicklung ausgeschlossen werden.

Nicht unwesentlich wäre auch eine Untersuchung der Geschäftspolitik der „Kleinbahngesellschaft“ hinsichtlich der Notwendigkeit der Bereithaltung flüssiger Mittel. Da die Katastrophe aber schon eingetreten war, als das Experiment auf diese Frage praktisch hätte vorgenommen werden können, so lässt sich dieselbe kaum entscheiden. Wahrscheinlich ist es nicht, dass das Unternehmen, wenn es sich im übrigen in normaler Lage befunden hätte, dadurch in Schwierigkeiten geraten wäre, dass es zur Ausgabe neuer Obligationen genötigt gewesen wäre. Dieselben hatten einen so weiten Markt und einen so guten Ruf, dass sie gerade in der Zeit, als sich das Publikum von den Dividendenpapieren abwandte, wohl unschwer Absatz gefunden hätten.

Welches Bild ergibt sich nun aber aus der Betrachtung der Organisation des Kleinbahnwesens mit Hilfe von Trustgesellschaften?

Wenn die darin zum Ausdruck gekommenen Ideen sich auch noch nicht zu einer klaren Geschäftspolitik verdichtet

haben — wie die Geschichte der „Kleinbahngesellschaft" deutlich beweist —, so kann man doch folgendes feststellen: Ausgehend von dem Bestreben, die zentralen Kapitalmärkte zur Unterstützung kleiner Unternehmungen mit nur geringer Rente und meist rein lokaler Bedeutung im einzelnen, aber grosser Ausdehnung im ganzen, heranzuziehen, entstehen zunächst finanzielle Vermittlungsinstitute aus markttechnischen Erwägungen heraus; ihre Erfordernisse aber werden von massgebendem Einfluss für die Organisation der gesamten Unternehmung.

Während man nach der bisher gebräuchlichen Organisation des Privateisenbahnwesens annehmen sollte, dass die einzelne Eisenbahnaktiengesellschaft als Subjekt der kapitalistischen Unternehmung im Mittelpunkt desselben stehe, tritt vielmehr eine Trennung ihrer Funktionen — Bau, Betrieb, Finanzierung — ein und zwar in der Richtung einer Differenzierung des Kapitalgebers und des Betriebsunternehmers. Diese beiden schliessen sich dann ihrerseits wieder zu gemeinsamer Ausführung der übernommenen Funktionen bei einer grossen Anzahl einzelner Unternehmungen zusammen[1]).

Der Erfolg der Organisation ist der: Jedem der beiden mitwirkenden Faktoren wird seine arbeitsteilige Tätigkeit im Vergleich zur einzelnen Aktiengesellschaft ausserordentlich erleichtert; die Trustgesellschaft macht sich unabhängig von den Zufälligkeiten des Baues und Betriebes und beschränkt sich auf die Kapitalzufuhr; der Bau- und Betriebsunternehmer lädt die Sorgen der Finanzierung von sich ab und gerät nicht mehr in Verlegenheit, wie er Kapitalisten für sein Unternehmen

[1]) Hierbei ist ein kleiner Unterschied zwischen der ungarischen und der deutschen Organisation zu bemerken: in beiden Fällen erleichtert allerdings die Trennung der Funktionen der einzelnen Aktiengesellschaft das Zustandekommen der Unternehmungen. Während dieselbe aber für die Verselbständigung der Kapitalbeschaffung in der Trustgesellschaft, für die von ihr benötigte Möglichkeit zur Ausgabe festverzinslicher Wertpapiere nach der deutschen Methode wesentlich ist (Betriebsverträge!), hat sie für die Organisation der ungarischen Eisenbahnrentenbanken nicht die gleiche Bedeutung; hier ist die Obligationenausgabe basiert auf der Einrichtung der einzelnen Aktiengesellschaft — 5% Vorzugsaktien —, während der Betrieb auch durch sie selbst geführt werden kann.

gewinnen soll. Anlagen der verschiedensten Grösse und Lage kommen so mit grosser Leichtigkeit und Schnelligkeit zu stande.

Das Auftreten einer Trennung zwischen Kapitalgeber und Betriebsunternehmer — in der privaten Unternehmung uns ganz geläufig — im Aktienwesen dürfte für dessen Morphologie nicht uninteressant sein. Es zeigt, dass es unter solchen Umständen, wie den geschilderten, dienlich sein kann, durch Zerlegung der einzelnen Aktiengesellschaft das in ihr liegende kapitalistische Moment herauszuheben und bis zu einem gewissen Grade zu verselbständigen[1]). Das Korrelat dazu ist die Mitwirkung eines Betriebsunternehmers beim Zustandekommen der einzelnen Anlage. Dieser letztere ist häufig ein privater Unternehmer, oft aber auch — und dies scheint beachtenswert gegenüber der bisherigen Rolle der Aktiengesellschaft als einer vorzüglich kapitalistischen Unternehmung — eine Aktiengesellschaft für Bau und Betrieb, bei welcher naturgemäss der Kapitalfaktor zurücktritt[2]).

Ob der betrachteten Organisation des Kleinbahnwesens noch eine grosse Zukunft beschieden ist, erscheint heute aus mehreren Gründen fraglich. Zunächst ist festzustellen, dass dieselbe in gewissem Sinne notwendig den Keim der allmählichen Auflösung in sich trägt: denn wenn die Unternehmungen der Trustgesellschaft erfolgreich sind, so wird es auch meist eine Gelegenheit geben, die einzelnen Aktiengesellschaften, die bis dahin nur Scheinwesen von formaler Bedeutung waren, finanziell zu verselbständigen. Und eine solche Gelegenheit zu Emissionsgewinnen wird sich die Finanzgesellschaft kaum jemals entgehen lassen. — Ferner werden vielleicht infolge der schlechten Erfahrungen die anderen Methoden der Finanzierung an Ansehen gewinnen; auch die „Kleinbahngesellschaft“

---

[1]) Nicht völlig — denn die Trustgesellschaft trug ja immer noch einen Teil des Anlage- und Betriebsrisikos; auch übernahm sie, besonders wenn sie einen weniger bankmässigen Charakter hatte, einen Teil der Funktionen des Bau- und Betriebsunternehmers.

[2]) Letzteres ist stets der Fall bei der einfachen Betriebsführung einer Bahn; oft aber auch beim Bau derselben, wenn die Unternehmerin nicht mit eigenem, sondern von der Trustgesellschaft erhaltenem Kapital baut.

nähert sich nach dem Rekonstruktionsplan immer mehr dem Charakter einer eigentlichen Betriebsgesellschaft. Auch kommt für neue Anlagen in Betracht, dass diese nun nicht mehr in der Fülle auftreten, die in den 90er Jahren eine besondere Aushilfe nötig gemacht hatte, sondern dass dieselben wahrscheinlich oft auf dem Wege einfacher Finanzierung bewältigt werden können. Schliesslich wird das Kleinbahnwesen gegenwärtig immer mehr in den Wirkungskreis der Gemeinden, Kreise, Provinzen gezogen; ich erinnere nur daran, dass von den 1901 in Preussen bestehenden 201 nebenbahnähnlichen Kleinbahnen 61 Kommunalunternehmungen waren, dass es bei der Provinzialverwaltung von Westfalen schon eine besondere „Kleinbahnabteilung“ gibt, und dass eine Anzahl gewichtiger Stimmen dieses Verkehrsmittel ganz dem Wirkungskreis jener öffentlichen Körper einverleibt sehen möchten.

Ehe wir das Gebiet der Eisenbahntrustgesellschaften verlassen, müssen wir noch einiger Institute Erwähnung tun, die aus dem Rahmen der bisher besprochenen insofern herausfallen, als ihr Zweck weniger die Finanzierung von Eisenbahnunternehmungen ist, sondern vielmehr an eine „Aktienkontrolle“ im amerikanischen Sinne erinnert, die ja auch jenseits des Ozeans sich vorzüglich im Eisenbahnwesen gezeigt hatte. Es handelt sich dabei besonders um Aktien schweizerischer Bahnen, deren in Aussicht genommene Verstaatlichung in erster Linie zu solchen Kombinationen angeregt zu haben scheint.

Zu nennen ist hier die „Schweizerische Zentralbank“, Basel 1890: Ein deutsches Bankkonsortium hatte einen grösseren Posten schweizerischer Zentralbahnaktien erworben, um sie dem Bunde zum Kauf anzubieten; durch die Zusammenfassung eines bedeutenden Bruchteiles des Kapitals der Bahn in einer Hand hoffte man wohl einen guten Preis für die Aktien der Bahn erzielen zu können. Der Bund ging aber nicht auf das Angebot ein[1]). Um nun den einmal gewonnenen Einfluss nicht

[1]) Er zog nämlich, hauptsächlich aus juristischen Gründen, dem Ankauf der Aktien den Erwerb des gesamten Unternehmens vor; vgl. dar-

aus der Hand zu geben, zugleich aber das Kapital wieder flüssig zu machen, errichtete man das genannte Institut mit einem Kapital von 15 Mill. Fr., wovon aber nur 3 Mill. einbezahlt waren. Die Aktien hielt man selbst im Besitz, gab daneben aber für 15 Mill. Fr. Obligationen aus, so dass man mit einem Sechstel eigenen Kapitals seine frühere Stellung aufrecht erhielt.

Bei der „Züricher Eisenbahnbank", Zürich 1894, wurde als Zweck die Wahrung der Interessen der Nordostbahnprioritätenbesitzer angegeben, welche man aufforderte, ihre Anteile zu einem fixen Kurs in die Bank einzulegen gegen Bezahlung in Aktien und Obligationen derselben. Man hoffte dadurch ein Gegengewicht gegen „das in den schweizerischen Bahnen herrschende Interessenregiment" zu gewinnen[1]).

Eine eigenartige Stellung nimmt die „Bank für orientalische Eisenbahnen", Zürich 1890[2]), ein. Ihr Zweck war die Uebernahme eines grösseren Betrages von Aktien der Wiener „Betriebsgesellschaft der orientalischen Eisenbahnen", sowie einer über 40 Mill. Fr. betragenden Schuldforderung des Barons Hirsch, ihres Gründers, an dieselbe. Auf Grund der besessenen Titres gab die Bank nun Obligationen aus, mit denen sie das Darlehen zurückerstattete[3]). Das war natürlich in erster Linie eine Finanzierungsmethode; daneben handelte es sich aber auch um die Geltendmachung eines dauernden Einflusses, indem man so verhinderte, dass die politisch bedeutsame Bahn infolge ihrer Verschuldung in fremde Hände geriet.

über Herold, Der schweizerische Bund und die Eisenbahnen, 1. Teil, Kap. VIII.

[1]) Mitteilungen des Vereins für die Förderung des Lokal- und Strassenbahnwesens 1894, S. 283. — Berl. Börs.-Cour. vom 13. und 18. Mai 1894.

[2]) Gründer: Deutsche Bank und Wiener Bankverein.

[3]) Deutscher Oekonomist 1890, S. 245, 506.

Sechstes Kapitel

Die Gesellschaften für elektrische Unternehmungen oder Elektrizitätstrustgesellschaften

Die Aera des grossen Aufschwunges der deutschen Elektrizitätsindustrie, welche auch zur Errichtung besonderer Elektrizitätstrustgesellschaften führte, setzte ein mit der Elektrizitätsausstellung in Frankfurt a. M. 1891. Hier gelang es der Allgemeinen Elektrizitätsgesellschaft zum ersten Male, Starkströme auf eine grosse Entfernung zu übertragen: 175 km von Lauffen a. N. nach Frankfurt a. M.[1]).

Dadurch öffneten sich der praktischen Verwendung der elektrischen Energie mit einem Male weite Gebiete, vor allem traten die Stromlieferungsanstalten aus der Stellung blosser Licht- in die von Kraftzentralen zum Betriebe von Fabrikmotoren und Strassenbahnen.

Den grössten Vorteil von dieser technischen Umwälzung hatten zunächst die Fabrikationsgeschäfte elektrischer Maschinen und Apparate. Ihr Betriebsumfang wuchs in wenigen Jahren ausserordentlich, so dass die beim Beginn der Periode meist noch als kleine oder mittlere Privatfirmen arbeitenden Unternehmungen sich bald in Aktiengesellschaften von erheblichem Umfange verwandelten.

Die Heranziehung der erforderlichen Kapitalien stiess nicht auf Schwierigkeiten; im Gegenteil, der Kapitalmarkt „riss" sich förmlich um die Emissionen, da man die Bedeutung des neuen

[1]) Lux, Die wirtschaftliche Bedeutung der Gas- und Elektrizitätswerke in Deutschland, S. 1 ff.

Gebietes wohl erkannte und sich einen möglichst grossen Anteil an den glänzenden Erträgnissen sichern wollte.

Natürlich genügte es nicht, dass die Fabrikationsgeschäfte mit hinreichenden Mitteln versehen waren, erforderlich waren auch bedeutende Kapitalien für die neu entstehenden Unternehmungen, welche den ersteren ihre Maschinen und Apparate abkauften und sich der eigentlichen Ausbeute der elektrischen Energie widmeten, also in erster Linie in der Form von Kraftzentralen, Strassenbahnen, elektrochemischen Fabriken u. dergl.

Den Ansprüchen der letzteren gegenüber bewahrten die massgebenden Finanzkreise nun eine gänzlich andere Haltung. Wenn sie auch die wirtschaftliche Bedeutung der Elektrizität und ihrer neuen Erfindungen wohl erkannt hatten und deshalb die Maschinenfabrikation durch erfolgreiche Emissionen gern unterstützten, so fehlten für die Beurteilung der einzelnen Unternehmungen zu ihrer Ausnutzung noch die nötigen technisch-wirtschaftlichen Erfahrungen. Zudem handelte es sich hier um oft im einzelnen recht kleine und unbedeutende Unternehmungen, wie z. B. viele der Zentralen für Licht und Kraft, die auch noch den Nachteil hatten, dass zu ihrem Erfolg die Bildung eines weiten Kundenkreises nötig war, der nicht von heute auf morgen entstand. Sei es nun, dass die Banken fürchteten, ihre Mittel zu lange festlegen zu müssen oder unrentable Anlagen zu finanzieren, deren Effekten an ihnen hängen bleiben oder ihren „Emissionskredit“ schädigen konnten, sei es, dass sie beim Publikum keine Neigung für solche Wertpapiere voraussetzten — kurz, sie weigerten sich, derartige Finanzierungen auszuführen.

Das grösste Interesse an der Errichtung solcher Unternehmungen hatten natürlich die Fabrikationsgeschäfte, welche auf ihre Bestellungen angewiesen waren. Ihnen selbst aber stand Kapital in fast unbegrenztem Masse zur Verfügung — drängten sich doch sozusagen die Finanzkreise in den Jahren nach der 1890er Krisis, wo es an jeglichen geschäftlichen Anregungen fehlte, von allen Seiten an die Elektrizitätsindustrie mit Kapitalangeboten heran — und so kann es nicht wundernehmen, wenn die Elektrizitätsgesellschaften sich kurzer Hand entschlossen, derartige Unternehmungen selbst zu errichten,

um nicht auf einen grossen Teil aussichtsreicher Geschäfte überhaupt verzichten zu müssen. Dies geschah in der Form eigener Betriebe oder durch Uebernahme bedeutender Aktienbeteiligungen. So nahmen die Elektrizitätsgesellschaften bald eine dreifache Stellung ein, nämlich als Maschinenfabrikanten, Energielieferanten und Finanzinstitute [1]).

Schon 1893/94 macht der Bericht der Schuckert-Gesellschaft [2]) über diese Tendenzen folgende Bemerkung: „Die Entwicklung, welche die Elektrotechnik auf den verschiedensten Gebieten genommen, zeitigt auch eine grössere Anzahl von Unternehmungen, deren Durchführung mehr oder minder beträchtliche Kapitalien erforderlich macht. Bei der relativen Neuheit und den teilweise noch mangelnden Erfahrungen stösst deren Finanzierung vielfach auf Schwierigkeiten. Soweit hier Unternehmungen industrieller Art in Frage kommen, haben wir uns von jeder finanziellen Beteiligung ferngehalten, glaubten dies dagegen hinsichtlich zweier Kategorien von Unternehmungen: elektrische Zentralen für Kraft und Licht und elektrische Strassenbahnen, nicht tun zu dürfen. Wie seinerzeit bei der Einführung der Pferdebahnen in Deutschland und teilweise selbst bei den Gasanstalten, halten sich die deutschen Finanz- und Kapitalistenkreise von diesen Unternehmungen noch fern, so dass die Elektrizitätsgesellschaften öfters vor die Wahl gestellt sind, auf derartige Geschäfte zu verzichten oder die Finanzierung selbst in die Hand zu nehmen. Nur in einzelnen Fällen lässt sich erreichen, dass solche Unternehmungen von Anfang an finanziell selbständig sind, ohne grössere Kapitalbeteiligung der ausführenden Firma."

Ging, wie es scheint, diese eigentümliche Funktion der Elektrizitätsgesellschaft als Finanzinstitut mehr von einem gewissen Zwange, wie von dem Wunsche, als solches aufzutreten, aus, so ist doch ohne weiteres einleuchtend, dass diese Methode neben ihren Nachteilen auch eine vorteilhafte Seite für sie hatte. Dadurch nämlich, dass sich die Elektrizitätsgesellschaften sowohl von den Wünschen dritter Unternehmer

---

[1]) Vgl. Eberstadt, Der deutsche Kapitalmarkt, S. 64.
[2]) S. 7.

als von der Konkurrenz der übrigen Fabrikationsgeschäfte im einzelnen Falle unabhängig machten und sozusagen sämtliche für das Zustandekommen der Anlagen in Betracht kommenden Instanzen in ihrer Hand vereinigten, waren sie in Auswahl, Zeit der Entstehung, Modalitäten der Ausführung der elektrischen Unternehmungen allein massgebend. Dies ermöglichte natürlich eine grosse Schlagfertigkeit und Schnelligkeit des Vorgehens, ferner eine unter Umständen recht wertvolle Rücksichtnahme auf die jeweilige Beschäftigung des Fabrikationsgeschäftes u. dergl. Der Nachteil der Methode bestand dagegen in erster Linie darin, dass jene Unternehmungen eine dauernde finanzielle Belastung für die Fabrikationsgeschäfte bedeuteten, denn besondere Vorteile gingen aus ihrem weiteren Besitz und ihrer „Kontrolle" natürlich nur in den seltensten Fällen hervor[1]).

Zunächst aber machte sich dieser Nachteil noch wenig bemerkbar — Kapitalien standen eben im Ueberfluss zur Verfügung. Aber die Tätigkeit der Elektrizitätsgesellschaften war eine derart lebhafte, die fortwährend neu investierten Summen erreichten bald eine derartige Höhe, dass sie schon nach kurzer Frist anfingen, eine unangenehme Belastung zu bilden, während die weiter verfügbaren Mittel immer knapper wurden. Wollte man aber einerseits mit seiner Gründungstätigkeit im bisherigen Tempo fortfahren, anderseits seinen wirtschaftlichen Schwerpunkt in der eigentlichen Fabrikation belassen, so mussten auf irgend eine Weise neue Kapitalien für die Zwecke der Industrie verfügbar gemacht werden.

Da die Banken dies durch Emission der Unternehmungen aus den angegebenen Gründen nicht konnten oder wollten,

---

[1]) Ein solcher Fall war z. B. der, dass eine Gesellschaft, welche die Konzession zum Bau und Betrieb von Kraftzentralen in einer Stadt erhalten hatte, eine solche Ausdehnung versprach, dass von ihr dauernd grosse Bestellungen zu erwarten waren. Diese fielen dann auf jeden Fall der daran interessierten Elektrizitätsgesellschaft zu. Ferner konnte sich letztere durch eine solche Verbindung Aussicht auf zahlreiche Installationsgeschäfte und sonstige elektrische Anlagen (Fabrikmotoren etc.) sichern. Es ist jedoch auch von technischen Gesichtspunkten aus kaum anzunehmen, dass ihr solche Beziehungen nicht auch ohne direkte „Kontrolle" erhalten geblieben wären, bezw. durch entsprechende Verträge hätten befestigt werden können.

kam man auf die Idee, besondere Finanzgesellschaften ins Leben zu rufen, welche das Zustandekommen elektrotechnischer Unternehmungen erleichtern sollten. Der Bericht der „Gesellschaft für elektrische Unternehmungen“ zu Berlin, welche als erstes Institut dieser Art auftrat, kennzeichnet ihre Entstehung folgendermassen: „Die Entwicklung, welche die Anwendung der Elektrizität für wirtschaftliche Zwecke in letzter Zeit genommen hat, ist auf einem Punkte angelangt, wo es für die Finanzwelt geboten erscheint, die Durchführung elektrischer Unternehmungen nicht mehr, wie bisher, den elektrischen industriellen Gesellschaften allein zu überlassen, sondern denselben hierbei an die Hand zu gehen, und sie durch Zuführung genügender Geldmittel in den Stand zu setzen, sich freier entfalten zu können[1]).“

Zweck der Gesellschaften war demnach die Kapitalzufuhr für die einzelnen Unternehmungen, deren Finanzierung auf anderem Wege nicht möglich war. Voraussetzung für eine erfolgreiche Tätigkeit war vor allem das Vorhandensein der Bedingungen, welche den Emissionsbanken und ihrer Finanzierungsmethode mangelten, nämlich Ausrüstung mit sachverständigen Kräften einerseits und anderseits eine Art der Kapitalbeschaffung, welche an die Stelle häufiger Inanspruchnahme des Kapitalmarktes durch kleine, uninteressante Emissionen eine grosse Gesamtunternehmung setzte, welche die einzelnen Anlagen zusammenfasste und sie aus ihren Mitteln mit dem nötigen Kapital ausrüstete.

Es entstand somit ein neuer Typus von Gesellschaften, welche das Trustprinzip verwirklichen. Vergleichen wir dieselben ihrem wirtschaftlichen Wesen nach mit den Kleinbahntrusts, so stehen sie den weniger bankmässigen, mehr zu den Betriebsgesellschaften hinüberneigenden Unternehmungen am nächsten, zeigen aber auch diesen gegenüber eine noch weit freiere und kunstlosere Organisation. Während die Eisenbahnrentenbanken mit Hilfe einer aufs feinste durchgebildeten Finanztechnik alle nur zu erreichenden Kapitalien heranzuziehen suchten, beschränkten sich die Gesellschaften für elektrische

[1]) Bericht für 1895, S. 1.

Unternehmungen darauf, die vielen kleinen Einzelunternehmungen aufzunehmen und als Gesamtmasse dem Kapitalmarkt in Form ihrer Anteile — die Obligationen hatten nur die Rolle einer Verstärkung derselben — anzubieten. Die elektrotechnische Industrie war in gewaltigem Aufschwung, das Publikum zeigte grosses Interesse für sie, es galt daher nur, den Unternehmungen eine börsenmässig annehmbare Form zu geben, um Kapitalien für sie zu bekommen. Auf Subtilitäten der Finanzierung, die die Aktionsfreiheit der Trustgesellschaften nur behindert hätten, brauchte man sich gar nicht einzulassen, da man sich mit dem Absatz seiner Wertpapiere an ein ganz anderes Kapitalistenpublikum, wie die Eisenbahnrentenbanken wandte.

Infolgedessen ähnelt die Geschäftsführung der Trustgesellschaften meist noch mehr derjenigen von eigentlichen Betriebsgesellschaften; fast ist man versucht, sie für gewerbliche, nicht für finanzielle Unternehmungen zu halten, besonders wenn man berücksichtigt, dass sie zuweilen sogar den Bau neuer Anlagen in eigener Regie ausführen[1]) und, unter Uebertragung derselben an neugebildete Aktiengesellschaften, eigentliche Baugewinne erzielen.

Trotzdem handelt es sich hier im wesentlichen um Unternehmungen finanziellen Charakters[2]), denn die Gesichtspunkte der Vereinigung der einzelnen Anlagen in der Trustgesellschaft sind lediglich finanzielle. Der wirtschaftliche Charakter der verschiedenen Kraftzentralen, Strassenbahnen und sonstigen elek-

---

[1]) Wobei die einzelnen technischen Arbeiten natürlich besonderen Fabrikations- und Installationsgeschäften übertragen werden.

[2]) Auch die Emissionsbanken führen als Gründer wohl vereinzelt den Bau von Unternehmungen in eigener Regie, z. B. bei Eisenbahnen, Häuser- und Strassenbau (in Verbindung mit Terraingeschäften). Sie erzielen auch einen Baugewinn, der nur rechnerisch nicht hervortritt, da er im Emissionsgewinn mit enthalten ist. Der verschiedene Eindruck, den die gleiche Funktion bei den Banken und bei den Trustgesellschaften macht, beruht wohl darauf, dass die Trustgesellschaften sich stets auf ein bestimmtes Unternehmungsgebiet spezialisieren und die Kapitalbeschaffung nicht durch Emission besorgen. Doch erhellt, dass die Grenzen zwischen Finanz- und Betriebsgesellschaft hier anfangen schwankend zu werden.

trischen Unternehmungen bietet gar keinen Anlass zu Vereinigungen, was sich am einfachsten darin zeigt, dass die Trustgesellschaft dieselben, wenn irgend mit Vorteil möglich, abstösst und ihnen behufs leichterer Veräusserung fast stets die Form von Aktiengesellschaften giebt.

So war die ursprüngliche Idee; aber in der Praxis kam bald ein neues Moment hinzu. Wie oben ausgeführt, brachte die Unternehmung der elektrotechnischen Anlagen durch die Fabrikationsgeschäfte für diese besonders den Nachteil einer dauernden finanziellen Belastung mit sich. Diesem wollte man durch die Errichtung von Trustgesellschaften abhelfen. — Daneben hatte jenes System für die Elektrizitätsgesellschaften auch seine Vorteile, und diese scheint man jetzt beim Auftreten der Trustgesellschaften nicht aufgeben gewollt zu haben. Dies zeigte sich folgendermassen:

Obwohl man bei der Gründung der „Gesellschaft für elektrische Unternehmungen“ in erster Linie eine finanzielle Unterstützung der elektrischen Unternehmungen der Firma Ludwig Löwe & Co. und ihrer Tochter, der Elektrizitätsgesellschaft „Union“, im Auge hatte, so war das Verhältnis der beiden Unternehmungen doch nicht als ein ausschliessliches Zusammenarbeiten gedacht[1]). Die Gesellschaft für elektrische Unternehmungen sollte vielmehr ein unabhängiges Finanzinstitut sein, das auch mit anderen Elektrizitätswerken arbeiten konnte und tatsächlich gearbeitet hat. In der Hauptsache aber ist sie später Finanzinstitut für die Unternehmungen der „Union“ gewesen, welche infolge der grossen Kapitalien, über welche sie jetzt verfügte, eine bedeutende wirtschaftliche Stärkung erfuhr.

Es ist klar, dass sich bei den übrigen Elektrizitätsgesellschaften bald der Wunsch regte, ebensolche Erleichterungen bei ihren Unternehmungen zu geniessen. Sie gründeten sich daher ähnliche Trustgesellschaften, die sich von der ursprüng-

[1]) Bericht für 1895, S. 2. — Dies geht auch schon daraus hervor, dass die „Union“ zur Zeit der Errichtung der „Gesellschaft für elektrische Unternehmungen“ noch ein verhältnismässig unbedeutendes Unternehmen war, dessen Leistungsfähigkeit in keinem Verhältnis zu der enormen Kapitalkraft der Trustgesellschaft stand.

lichen Idee aber jetzt dadurch unterschieden, dass sie speziell ihren Zwecken dienen sollten. Das Verhältnis von Elektrizitäts- und Trustgesellschaft wurde meist vertraglich so geregelt, dass jede der beiden solche Geschäfte, welche ihr im Laufe ihrer Tätigkeit vorkamen, und die sich für den Wirkungskreis der anderen eigneten, dieser anzubieten hatte, d. h. alle finanziellen Transaktionen sollten dem Trust, alle technischen Arbeiten dem Fabrikationsgeschäft überwiesen werden[1]). Mehr noch als auf diesen Verträgen aber ruhte die Betriebsgemeinschaft auf einer tatsächlichen Vereinigung, welche durch Gemeinsamkeit der meisten Aufsichtsrats- und Vorstandsmitglieder erreicht wurde. Durch diesen Einfluss auf das Finanzinstitut gelang es den Elektrizitätsgesellschaften, in gewissem Grade die Vorteile weiter zu geniessen, welche ihnen die Unternehmungen für eigene Rechnung gewährt hatten, nämlich die Annehmlichkeit, die Initiative zu neuen Anlagen selbst in der Hand zu haben und im einzelnen Fall von der Konkurrenz der übrigen Fabrikationsgeschäfte unabhängig zu sein. Die damit früher verknüpften finanziellen Leistungen aber gingen auf die von ihnen abhängigen Trustgesellschaften über, in welchen sie sich sozusagen ihren Absatzmarkt selbst schufen und nach eigenen Wünschen organisierten[2]).

Das Tätigkeitsfeld der Trustgesellschaften richtet sich meist natürlich nach dem örtlichen Wirkungskreis und den

---

[1]) Vgl. z. B. Bericht der „Kontinentalen Gesellschaft für elektrische Unternehmungen“ für das erste Geschäftsjahr. Dabei kann das Verhältnis der beiden Gesellschaften im einzelnen noch verschiedene Nuancen zeigen, z. B. dadurch, dass die Elektrizitätsgesellschaft in einzelnen Fällen die Unternehmung der Gesamtanlage und den Baugewinn darauf der Trustgesellschaft überlässt, sich selbst auf Lieferung der technischen Ausrüstung beschränkt, in anderen Fällen die ganze Unternehmung in eigene Regie nimmt, die Trustgesellschaft nur zur Unterbringung der neuen Aktien benutzt, den Betrieb zuweilen dauernd führt und eine Zinsgarantie leistet.

[2]) Die einzige Trustgesellschaft, welche in dieser Beziehung unabhängiger dastand, war eben die „Gesellschaft für elektrische Unternehmungen“; man könnte sagen, dass in der Allianz mit der „Union“ die Finanzgesellschaft — auf jeden Fall in der ersten Zeit — die Führung in Händen hatte.

technischen Spezialitäten der zugehörigen Fabrikationsfirma. Mehrere Elektrizitätsgesellschaften sind auch mit zwei und sogar drei Trustgesellschaften ausgerüstet; so z. B. die Elektrizitätsgesellschaft Schuckert & Co. in Nürnberg, welche sich zunächst die „Kontinentale Gesellschaft für elektrische Unternehmungen" gründete und später einen Teil derselben wegen besonders starker Interessen in Sachsen als „Elektra" zu Dresden verselbständigte[1]); diese ist somit als „Enkelin" von Schuckert zu betrachten. — Wie die Tabelle S. 126—127 zeigt, hat ein grösserer Teil der mit den deutschen Elektrizitätsgesellschaften liierten Trusts seinen Sitz im Auslande — und zwar in der Schweiz und in Belgien — gewählt. Soviel bekannt ist, war der Hauptgrund der Verlegung die grössere Freiheit, welche das dortige Aktienrecht gestattete[2]); in einzelnen Fällen mögen auch direkt lokale Interessen mitgesprochen haben, also einerseits Unternehmungen im Lande selbst[3]) oder Beziehungen zum dortigen Kapitalmarkt, der sich in einigen Fällen stark an den Trustgesellschaften beteiligte[4]). — In den Fällen, wo eine Elektrizitätsgesellschaft sowohl in Deutschland als im Auslande über ein Finanzinstitut verfügt, sind die ihnen übertragenen Unternehmungen meist so verteilt, dass das deutsche die inländischen Unternehmungen in die Hand nimmt, weil für diese der Konzessionserwerb u. dergl. natürlich leichter durch ein im Lande selbst errichtetes Institut zu bewerkstelligen ist, während man für die ausländischen Finanzierungen die Vorteile der freieren Aktiengesetzgebungen geniessen konnte.

Die Tabelle S. 126—127 stellt die Trustgesellschaften der sieben grösseren deutschen Elektrizitätsgesellschaften zusammen und giebt einen Ueberblick über ihre Kapitalverhältnisse und Anlagen nach den letzten Bilanzen. Die Rubriken: „Eingezahltes Kapital", „Obligationen", „Reserven", repräsentieren

---

[1]) Bericht der Kontinentalen Gesellschaft für elektrische Unternehmungen für 1898/99.

[2]) Vgl. oben S. 74 ff.

[3]) Dies scheint besonders bei einigen der belgischen Trusts der Fall gewesen zu sein.

[4]) So z. B. bei der Schweizerischen Gesellschaft für elektrische Industrie, deren Obligationen in der Schweiz stark verbreitet sind.

die Mittel, mit welchen die Trustgesellschaften ausgerüstet sind. Unter „Reserven“ sind alle bilanzmässigen Rücklagen begriffen, nicht nur der eigentliche „Reservefonds“. Die Zuwendungen des letzten Jahres für diese Konten sind schon berücksichtigt.

Die folgenden Rubriken geben an, worin die Kapitalien der Trusts, welche unter Umständen noch durch Bankkredite verstärkt werden, angelegt sind. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Rubriken „Effekten und Beteiligungen“, „Konsortialgeschäfte“ u. s. w. zwar in den meisten Bilanzen in derselben Bedeutung wiederkehren, dass aber doch in der Buchungsweise der verschiedenen Gesellschaften gewisse Unterschiede herrschen, die zahlenmässig aus den Berichten nicht festzustellen waren. So finden sich „Unternehmungen im Bau“ bei einigen gesondert, bei einigen auch unter „Konsortialgeschäften“; wenn sie für fremde Rechnung ausgeführt wurden, auch wohl unter „Debitoren“. Die Tabelle kann daher keinen Anspruch auf Genauigkeit im einzelnen machen, sondern nur versuchen, einen allgemeinen Ueberblick zu geben.

Der Vollständigkeit halber sei noch erwähnt, dass zu Berlin bis vor einigen Jahren eine „Bank für elektrische Industrie“ als Trust für die Firma Felix Singer & Co. existierte, und dass es noch heute in Bremen ein kleineres Institut gibt für eine dortige Privatfirma[1] [2]).

Wie die bedeutende Kapitalausstattung der Trustgesellschaften zeigt, hatten sie sich nicht über Zurückhaltung des Publikums zu beklagen. Im Gegenteil fand die Idee der „Gesellschaften für elektrische Unternehmungen“ viel Beifall. Das weitere Publikum setzte grosse Hoffnungen auf sie, und es ist nicht unwahrscheinlich, dass man vielfach eine ebenso

---

[1]) Karl Franke.

[2]) Den Trustgesellschaften verwandt, aber mehr vom Charakter eigentlicher Betriebsgesellschaften sind die: Elektrizitäts-Lieferungsgesellschaft, Berlin 1897; Siemens elektrische Betriebe Aktiengesellschaft, Berlin 1900; Aktiengesellschaft für Elektrizitätszentralen, Dresden 1899; Elektrizitätswerke Betriebs-Aktiengesellschaft, Dresden 1900.

Wir ihr Name besagt, besitzen und betreiben sie zumeist eine Mehrzahl von Energielieferungsanstalten an verschiedenen Orten. Daneben beschäftigen sie sich aber auch vereinzelt mit Finanzgeschäften.

Die deutschen Elektrizitätstrustgesellschaften mit

Name der Elektrizitäts-gesellschaft	Name der zugehörigen Trustgesellschaft	Gründungs-jahr	Eingezahltes Kapital	Obligationen
			Fr	Fr
Allgemeine Elektrizitätsgesellschaft. Berlin.	Bank f. elektr. Unternehmungen. Zürich.	1895	33.00	33.00
Siemens & Halske, Aktiengesellsch. Berlin.	Schweizer. Gesellsch. f. elektr. Industrie. Basel.	1896	4.00[1])	30.00
			Mk.	Mk.
Siemens & Halske, Aktiengesellsch. Berlin.	Elektr. Licht- u. Kraftanlagen Aktiengesellschaft. Berlin.	1897	18.75[2])	10.00
Elektrizitäts-Aktiengesellschaft, vormals Schuckert & Co. Nürnberg.	Kontinentale Gesellschaft für elektr. Unternehmungen. Nürnberg.	1895	32.00	10.00
Elektrizitäts-Aktiengesellschaft, vormals Schuckert & Co. Nürnberg.	Elektra, Aktiengesellschaft. Dresden.	1898	4.50[3])	—
Union, Elektrizitätsgesellschaft. Berlin.	Gesellschaft für elektr. Unternehmung. Berlin.	1894	30.00	35.00
			Fr.	Fr.
Union, Elektrizitätsgesellschaft. Berlin.	Société Générale Belge d'Entreprises électriques. Brüssel.	1895	6.00	—
Union, Elektrizitätsgesellschaft. Berlin.	Société Financière de Transports et d'Entreprises indust. Brüssel.	1898	11.25[4])	—
			Mk.	Mk.
Elektrizitäts-Aktiengesellsch. vorm. W. Lahmeyer & Co. Frankfurt a. M.	Deutsche Gesellschaft für elektrische Unternehmungen. Frankfurt a. M.	1896	15.00	8.70
Helios, Elektrizitäts-Aktiengesellsch. Köln.	Aktiengesellsch. f. Elektrizitätsanlagen. Köln.	1897	10.00[5])	—
			Fr.	Fr.
Helios, Elektrizitäts-Aktiengesellsch. Köln.	Union des Tramways. Brüssel.	?	8.00[6])	2.68
			Mk.	Mk.
Aktiengesellschaft Elektrizitätswerke vormals O. L. Kummer & Co. Dresden.	Aktiengesellchaft für elektrische Anlagen u. Bahnen. Dresden.	1895	2.00	—

[1]) Nom.-Kap: 20 Mill. Fr. [2]) Nom.-Kap.: 30 Mill. Mk. [3]) Bis 1901 6.00 Mill. Mk.

den Hauptziffern ihrer letzten Bilanzen (in Millionen)

Reserven	Effekten und Beteiligungen	Konsortialgeschäfte	Unternehmungen im Bau	Unternehmungen in eigener Verwaltung	Debitoren	Bisher bezahlte Dividenden	Datum der Bilanz
Fr.	Fr.	Fr.	Fr.	Fr.	Fr.		
1.11	56.83	1.18	—	—	9.54	0, 5, 5, 6, 6½, 6	30. VI. 01
0.33	14.15	11.31	—	—	9.59	0,7,7,6,4,0	31. XII. 01
Mk.	Mk.	Mk.	Mk.	Mk.	Mk.	Mk.	
0.42	6.81	12.43	—	—	5.35	5, 5½, 5½, 5	30. IX. 01
3.07	16.78	29.62	2.71	12.69	12.82	4, 6, 6½, 7, 7, 0	31. III. 01
0.38	2.41	—	—	3.60	0.03	4, 4, 3, 1	31. III. 02
1.61	57.35		—	—	19.99	7, 7½, 8½, 10, 10, 8, 4	31. XII. 01
Fr.	Fr.	Fr.	Fr.	Fr.	Fr.		
0.11	6.01		—	—	0.07	???, 5, 4	31. XII. 01
0.06	9.38		—	—	0.06	7½, 3, 0	31. XII. 01
Mk.	Mk.	Mk.	Mk.	Mk.	Mk.	Mk.	
0.97	9.21	4.52	—	—	12.34	6,7,7,6½,3	31. VIII. 01
2.70	8.43	3.42	—	2.34	1.09	6, 6, 0, 0, 0	30. VI. 02
Fr.	Fr.	Fr.	Fr.	Fr.	Fr.		
0.17	6.98	0.13	—	—	4.78	?, 0, 0	31. XII. 01
Mk.	Mk.	Mk.	Mk.	Mk.	Mk.		
0.06	3.84	—	0.04	—	0.94	5,6,6,6,4,0	31. XII. 00.

[4]) Nom.-Kap.: 15 Mill. Fr. [5]) Bis 1901 16.00 Mill. Mk. [6]) Nom.-Kap: 12½ Mill. Fr.

glänzende Entwicklung von ihnen erwartete, wie sie die Elektrizitätsgesellschaften genommen hatten [1]).

Damit hatte man sich aber verrechnet.

Es liegt schon in der Natur der Sache, dass die Fabrikationsgewinne einer elektrotechnischen Fabrik eine viel höhere Verzinsung ihres Kapitals gestatten, als die hauptsächlich auf Betriebsgewinnen basierten Einnahmen einer Gesellschaft, die sich im wesentlichen der allmählichen Entwicklung von Unternehmungen widmet, welche auf einen grossen Kundenkreis berechnet sind. Es bedarf immer einer gewissen Zeit, ehe sich dieser gebildet hat, was besonders für Abnehmer von elektrischer Energie für Licht und Kraft gilt. Dazu täuschte man sich infolge des Mangels an Erfahrung häufig einerseits über die Zeit, welche die Anlage zu ihrer Entwicklung brauchte [2]), andererseits über die endgültige Grösse des Abnehmerkreises [3]). So kam es, dass die Kraftzentralen anfänglich vielfach als zu gross erschienen und keine genügende Rente abwarfen, nach einigen Jahren aber dem wachsenden Bedürfnis nicht mehr entsprachen und eines kostspieligen Umbaues benötigten. Ferner erwies sich der elektrische Betrieb bei den Strassenbahnen als viel teuerer als ursprünglich angenommen wurde, und veranlasste so bedeutende Kapitalerhöhungen der Gesellschaften — für die vielfach die Trusts zu sorgen hatten —, dass der nur langsam steigende Verkehr nicht gleich die höheren, zur Verzinsung des Kapitals nötigen Ueberschüsse ergab.

Dazu wurde das Gebiet für rentable neue Unternehmungen in Deutschland durch die fieberhafte Tätigkeit, welche man entwickelte, natürlich schnell verkleinert. Man wandte sich nunmehr dem riskanteren ausländischen Geschäft zu oder liess sich im Inland in einen heftigen Konkurrenzkampf ein, der besonders in den Konzessionsgeschäften hervortrat.

---

[1]) Bericht der Deutschen Gesellschaft für elektrische Unternehmungen für 1898/99, S. 1.

[2]) Bericht der Deutschen Gesellschaft für elektrische Unternehmungen für 1900/01, S. 5.

[3]) Bericht der Elektrischen Licht- und Kraftanlagen-Aktiengesellschaft für 1898/99, S. 1.

Ein lehrreiches Beispiel dafür ist folgendes: Um die Einrichtung des elektrischen Betriebes auf den zu Anfang der neunziger Jahre meist noch im Pferdebetrieb befindlichen Strassenbahnen zu erhalten, war besonders durch die Gesellschaft für elektrische Unternehmungen und die Union die Methode eingebürgert worden, zunächst durch starke Aktienbeteiligung in den betreffenden Gesellschaften festen Fuss zu fassen und sich dann durch den gewonnenen Einfluss das Geschäft zu sichern. Als nun Siemens & Halske und die Union beide die Berlin-Charlottenburger Strassenbahn für sich gewinnen wollten, wurden deren Aktien im Kampf der beiden Parteien bis zu 270 % [1]) hinaufgetrieben, obwohl dieselben nie mehr als 5 % Dividende — und diese nur in sehr seltenen Fällen — erhielten.

Unter dieser übermässigen Konkurrenz hatten natürlich auch die Fabrikationsgeschäfte zu leiden durch starke Erniedrigung der Preise und Gewährung weitgehender Vorteile an die Besteller, wie überaus lange Zahlungsfristen u. dgl.

Anders war es dagegen, wenn man an seine Trustgesellschaft verkaufte. Diese beherrschte man, und diese musste daher sich zu einseitig festgesetzten Bedingungen in Unternehmungen einlassen, für die sie selbst die Konzessionen nur unter schwierigen Verhältnissen erhalten hatte, für deren technische Durchführung sie nichtsdestoweniger in majorem gloriam der Elektrizitätsgesellschaft dieser ordentliche Preise zu bezahlen hatte. Anfänglich hatten die Trustgesellschaften ja auch Geld im Ueberfluss, was wohl kaum zur Erhöhung der Vorsicht bei der Auswahl der Finanzierungen in einer Zeit steigender Konjunktur beigetragen hat. Aber das Leihgeld wurde immer teurer, und die Bereitwilligkeit des Publikums, sich mit 6 und 7 % Dividende zu begnügen, wo man 10 und 15 % erhofft hatte, wurde immer geringer.

Infolgedessen griff eine erneute Zurückhaltung desselben schon 1898 Platz, also zu einer Zeit, wo sonst auf allen Gebieten noch die grösste Unternehmungsfreudigkeit herrschte:

---

[1]) Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften 1901/02, Bd. I, S. 571.

dies zeigen die Berichte mehrerer Trustgesellschaften, in denen wir Klagen über die immer spärlicher fliessenden Geldmittel begegnen [1]).

Man wird kaum fehl gehen, wenn man annimmt, dass die der Ausdehnung der Trustgesellschaften somit gezogene Grenze eine Hauptursache wurde für die stärkere Wiederaufnahme der Unternehmungs- und Finanzgeschäfte durch die Elektrizitätsgesellschaften selbst. Zu ihnen hatte man noch Vertrauen, sie bekamen die gewünschten Kapitalien, und so nahmen sie selbst das Unternehmungsgeschäft wieder in die Hand, welches sie trotz der Unterstützung durch besondere Finanzinstitute ja nie ganz aufgegeben hatten. Charakteristisch für die Bedeutung derartiger Geschäfte bei den Elektrizitätsgesellschaften ist, dass die Geschäftsleitung von Siemens & Halske in der Generalversammlung vom 3. Januar 1901 es für nötig fand, zu bemerken, dass „der Schwerpunkt des Hauses nach wie vor in seiner Fabrikationstätigkeit liegt“ [2]).

Wenn unter dem Schwerpunkt die Haupteinkommensquelle verstanden wird, so galt dies wohl für alle Elektrizitätsgesellschaften; nicht so sehr jedoch, wenn man die Anlage ihres Vermögens ins Auge fasst. Die folgende Tabelle versucht, wenigstens einen ungefähren Begriff davon zu geben, wie gross bei den bedeutenderen Gesellschaften der Bruchteil des in den letzten Jahren rapide gewachsenen Kapitals ist, welcher in Unternehmungsgeschäften steckt.

Zu diesem Zweck sind die dem Fabrikationsgeschäfte dienenden Vermögensstücke, wie Grundstücke, Laboratorien, Maschinen, Werkzeuge, Rohstoffe, Halb- und Ganzfabrikate, auch Anlagen im Bau, den Effekten, Unternehmungen und Einzahlungen auf Konsortialgeschäfte gegenüber gestellt worden nach dem Wertansatz derselben in den letzten Bilanzen. Nicht verwertbar für diese Aufstellung waren „Kreditoren und Debitoren“, weil nicht festzustellen war, ein wie grosser

---

[1]) Z. B. Bericht der Deutschen Gesellschaft für elektrische Unternehmungen für 1898/99, S. 1. — Bericht der Elektrischen Licht- und Kraftanlagen-Aktiengesellschaft für 1898/99, S. 1.

[2]) Berliner Börsenzeitung vom 3. Januar 1901.

Die deutschen Elektrizitätsgesellschaften

Bilanzmässiges Kapital, Anlagen im Fabrikationsgeschäft und Anlagen in Unternehmungen und Beteiligungen nach den letzten Bilanzen [1])

	Kapital	Obligationen	Reserven	Bilanzmässiges Kapital (Summe 1—3)	Grundstücke, Laboratorien, Maschinen, Werkzeuge etc.	Rohstoffe, Fabrikate, Anlagen im Bau	Anlagen im Fabrikationsgeschäft (Summe 4—5)	Effekten	Konsortialgeschäfte	Unternehmungen in eigener Verwaltung	Unternehmungen u. Beteiligungen (Summe 6—8)	Datum der Bilanz
	1	2	3	I	4	5	II	6	7	8	III	
Allgemeine Elektrizitätsgesellschaft . .	60.00	28.85	28.52	**117.37**	15.59	29.88	**45.47**	27.67	4.87	2.83	**35.37**	30. VI. 01
Siemens & Halske, Aktiengesellschaft .	54.50	29.52	9.96	**93.98**	25.82	29.89	**55.71**	6.12	8.38		**14.50**	31. VII. 01
Elektrizitäts-Akt.-Ges. vorm. Schuckert & Co.	42.00	35.00	21.86	**98.86**	18.69	23.65	**42.34**	31.97	8.88	5.84	**46.69**	31. III. 01
Union, Elektr.-Ges. .	24.00	10.00	2.83	**36.83**	7.39	10.16	**17.55**	10.19	1.17	4.70	**16.06**	31. XII. 01
Elektrizitäts-Akt.-Ges. v. W. Lahmeyer & Co.	10.00	1.95	2.41	**14.36**	4.70	15.44	**20.14**	0.63	—	0.05	**0.68**	31. III. 01
Helios, Elektrizitäts-Aktiengesellschaft .	19.00	15.87	—	**34.87**	4.59	3.57	**8.16**	13.06		4.87	**17.93**	30. VI. 01
Akt.-Ges. Elekt.-Werke vorm. O. L. Kummer & Co.	10.00	1.50	3.13	**14.63**	3.89	3.81	**7.70**	5.77	—	—	**5.77**	31. XII. 00

[1]) In Millionen Mark.

Bruchteil der betreffenden Beträge mit den Interessen des Fabrikations- oder den der übrigen Geschäfte zusammenhing.

Wahrscheinlich aber würde eine Berücksichtigung derselben die zahlenmässige Bedeutung der letzten Kategorie noch wesentlich erhöhen. Auch von den „Anlagen im Bau" ist ein Bruchteil derselben zuzuzählen, nämlich soweit diese für eigene Rechnung unternommen und nachher auf Effektenkonto — bezw. Konto der Unternehmungen in eigener Verwaltung — abgerechnet werden.

Dagegen ist ein Abzug zu machen für solche Beteiligungen, die mit dem Fabrikationsgeschäft zusammenhängen, z. B. auswärtige oder ausländische Filialen, die in der Form selbständiger Aktiengesellschaften errichtet sind, deren Anteile die Zentrale besitzt. Dieser Posten überschreitet jedoch wohl in keinem Falle 3—5 Millionen Mark [1]).

Eine Ausnahme von dem durch obige Zahlen charakterisierten System scheinen nur zwei Gesellschaften zu machen: Siemens & Halske und Lahmeyer & Co. Für letztere gilt dies heute jedoch nicht mehr, da sie gegenwärtig ihre Trustgesellschaft — und damit ihre eigenen Unternehmungen — zurückgekauft hat, was in der nächsten Bilanz zum Ausdruck kommen wird [2]). Siemens & Halske dagegen haben stets betont, in dieser Beziehung eine von der übrigen deutschen Elektrizitätsindustrie verschiedene Geschäftspolitik befolgt zu haben [3]).

Zu derselben Zeit nun, als man anfing, die Trusts als mehr oder weniger verfehlte Unternehmungen zu betrachten, begann ein bemerkenswerter Rückbildungsprozess bei denselben dadurch, dass verschiedene Elektrizitätsgesellschaften dazu übergingen, die für sie gegründeten Trusts, welche sie ja immer nur als ihre Quasi-Unterabteilungen betrachtet hatten, wieder anzukaufen. Dies geschah, indem sie deren Aktien gegen eigene neu ausgegebene eintauschten, dem Trust also

[1]) Bei Siemens & Halske, die starke Beteiligungen dieser Art besitzen (nach letzter Bilanz etwa 11½ Millionen), sind dieselben, da sie in der Bilanz sachgemäss getrennt aufgeführt sind, bereits fortgelassen.

[2]) Vgl. S. 134, sowie den inzwischen erschienenen Bericht für 1901/02.

[3]) Vgl. Bericht für 1900/01, S. 4.

seine formale Selbständigkeit beliessen. Die Angaben über die Gründe der Transaktion sind im einzelnen leider so spärlich, dass sich ein vollständig klares Bild davon nicht gewinnen liess.

Soweit über die allgemeinen Erwägungen, die dabei mitgesprochen haben, etwas zu erfahren war, handelte es sich hauptsächlich um folgendes [1]):

Während die Aktien der Elektrizitätsgesellschaften sich noch der Zuneigung des Publikums erfreuten, hatten die Kurse der Trustwerte angefangen, eine stark abwärts führende Richtung zu verfolgen. Dies musste natürlich den Elektritätsgesellschaften, die an der günstigen Kursentwicklung ihrer Schöpfungen aufs lebhafteste interessiert waren, höchst unangenehm sein, da es einerseits die weitere Ausdehnung der Unternehmungen unmöglich machte, andererseits auf die Dauer auch leicht auf die Tendenz ihrer eigenen Aktien zurückwirken konnte und damit unter Umständen ihre eigene Kapitalzufuhr in Frage stellte. Tauschte man aber gleich die Trustaktien gegen die eigenen hochbewerteten Anteile um, so machte man zunächst ein weiteres Fallen ihres Kurses unmöglich, erlangte ferner für sich, wie man glaubte, eine bedeutende stille Reserve, die die Position des Gesamtunternehmers kräftigen konnte. Nicht ausgeschlossen ist es auch, dass die völlige Kontrolle der Trustgesellschaft dem Fabrikationsgeschäfte willkommen war, besonders dann, wenn erstere eine freiere Stellung innehatte. Die Organisation der Trusts als selbständige Aktiengesellschaft liess man dagegen bestehen, einerseits wohl der Uebersichtlichkeit wegen, andererseits wegen der einmal eingearbeiteten Organisation, und nicht zum letzten auch deshalb, weil das endgültige Schicksal der Trusts doch noch immer im Ungewissen war.

Voran in dieser Beziehung ging die Allgemeine Elektrizitätsgesellschaft im Jahre 1897 [2]). Es war dies zu der Zeit, in welcher die Gesellschaft zu ausländischen und überseeischen Geschäften in stärkerem Masse überging, für deren Finanzierung

---

[1]) Nach mündlichen Auskünften.

[2]) Frankf. Ztg. vom 7. Dez. 1897 (Generalversammlungsbericht). — Salings Börsenpapiere, Teil II, Jahrg. 1901/02, S. 1174.

sie besonders ihre Trustgesellschaft, die Bank für elektrische Unternehmungen, benutzte. Es liegt daher die Vermutung nahe, dass die erhöhte Bedeutung, welche die Bank jetzt für sie gewann, ihr eine unumschränkte Verfügung über dieselbe wünschenswert machte, vor allem, da man dieselbe mit den hochbewerteten eigenen Aktien billig kaufen konnte [1]).

1899 folgte die Schuckertgesellschaft mit dem Rückkauf der Kontinentalen Gesellschaft für elektrische Unternehmungen [2]) und 1901 Lahmeyer mit dem der Deutschen Gesellschaft für elektrische Unternehmungen [3]).

Es deuteten somit auch schon vor Ausbruch der gegenwärtigen Krisis eine ganze Anzahl von Momenten darauf hin, dass bei den elektrischen Unternehmungen die Solidität der Gründungen nicht immer dem äusseren Glanze des Aufschwungs entsprach. Dies sollte sich bald deutlich bestätigen.

Was die Trustgesellschaften angeht, so zeigt schon die obige Tabelle, dass nur wenige von ihnen ihre Dividende in den Jahren 1900—1901 etwa auf der früheren Höhe erhalten konnten. In mehreren Fällen war sie gleich Null; bei der Aktiengesellschaft für Elektrizitätsanlagen war ein Verlust von mehreren Millionen vorhanden, der zu einer Herabsetzung des Aktienkapitals um 6 Mill. führte; auch die Brüsseler Société financière schloss mit einem grösseren Defizit ab; in recht ungünstiger Lage schien sich ebenfalls die Union des Tramways zu befinden [4]); die Aktiengesellschaft für elektrische Anlagen

---

[1]) Je nom. 5000 Frcs. Aktien der Bank wurden gegen nom. 2000 Mk. A.-E.-G.-Aktien eingetauscht. Heute hat die Allgemeine Elektrizitätsgesellschaft fast das ganze Kapital der Bank in ihrem Besitz.

[2]) Frankf. Ztg. vom 19. Juli 1899. — Salings Börsenpapiere, Teil II, Jahrg. 1901/02, S. 1180. Die Angaben der Gesellschaft über die Gründe dieser Transaktion waren nicht sonderlich ausführlich.

[3]) Hier soll besonders der Umstand mitgesprochen haben (vgl. Frankf. Ztg. vom 20. und 22. Juni 1901), dass die Aktien der Trustgesellschaft, zu 134% emittiert, schon auf 70% gefallen waren, während sich noch der grösste Teil in den Händen der Emissionshäuser befand.

[4]) Ueber diese Gesellschaft war infolge ihrer dürftigen Publikationen keine rechte Klarheit zu gewinnen. Doch stand fest (Frankf. Ztg. vom 15. April 1902), dass sie ihren Effektenbesitz zu weit höheren Kursen, als den zeitigen, in die Bilanz aufgenommen hatte.

und Bahnen geriet in Konkurs[1]). Die Trustgesellschaften waren infolge ihrer eigentümlichen Stellung eben das schwächste Glied in der ganzen Organisation der elektrischen Unternehmungen; einerseits Zubringer von günstigen Aufträgen, andererseits Ablagerungsstellen für unbequeme Objekte, hatten sie den eigentlichen „Prügelknaben" im Konkurrenzkampf dargestellt, dessen Folgen sich bei ihnen zuerst zeigten.

Im einzelnen waren die Gründe des Rückganges folgende: Zunächst wurde es jetzt, als alle Baugewinne und Gewinne auf veräusserte oder emittierte Effekten aufhörten, klar, dass eine grosse Zahl der Gründungen nicht nur wegen spezieller, unvorhergesehener Nachteile, sondern wegen allgemeiner unvorsichtiger Kalkulation und leichtfertiger Kapitalinvestierung eine nur ganz ungenügende Rente abwarf; mit anderen Worten, dass das Finanzinstitut den Grundsatz der Solidität seiner Anlagen nicht hinreichend befolgt hatte. Daher die ausserordentlich hohen Abschreibungen auf die Effektenbestände, die vor allem dann nötig wurden, wenn dieselben einen Börsenkurs besassen; denn je höher der Aufschwung der jungen Industrie gewesen war, um so tiefer ging, als das Vertrauen des Publikums auf die weitere Entwicklung einmal ins Wanken geraten war, die Depression. Dabei ist allerdings kaum anzunehmen, dass die Lage der Unternehmungen sich in jedem Falle in so ausserordentlichem Masse verschlechtert hatte, als es die Kursbewegung anzudeuten schien. Trotzdem aber musste diese Tendenz in den Bilanzen der Trustgesellschaften voll zum Ausdruck kommen — ein dem Typus der Trusts, wie schon erwähnt[2]), eigentümlicher Nachteil, der besondere Vorsichtsmassregeln hätte herbeiführen sollen. Dass dies jedoch nicht der Fall war, zeigt die einfach unglaublich geringe Höhe der Reserven in Tabelle S. 126—127; dabei sind in der Aufstellung die endlich etwas höher bemessenen Rücklagen der letzten beiden Jahre berücksichtigt, ohne welche das Bild des inneren Aufbaues noch anfechtbarer erschiene. Man hatte eben „aus der Hand in den Mund gelebt", d. h. in diesem Falle: alle Ge-

[1]) Dazu trat 1902 noch der Misserfolg der „Kontinentalen Gesellschaft".
[2]) S. 49 ff.

winne an die Aktionäre ausgeschüttet, um ihre Erwartungen zu befriedigen.

Dazu trat aber noch ein zweites: Ebenso wie die englischen Trusts der 80er Jahre bezüglich der Bereithaltung flüssiger Mittel für die Zeit rückläufiger Konjunktur nicht die nötige Vorsicht hatten walten lassen, so zeigte sich jetzt bei den Elektrizitätstrustgesellschaften, dass sie völlig unfähig waren, die Kapitalansprüche ihrer oft noch in der Entwicklung begriffenen Unternehmungen aus eigenen Mitteln zu befriedigen. Da die Emission neuer Aktien natürlich ausgeschlossen war, mussten teuere Kredite in Anspruch genommen[1]), oder, wie bei der Schweizerischen Gesellschaft für elektrische Industrie, das noch nicht eingezahlte Kapital eingezogen werden[2]).

Hatte der Kapitalmarkt — berechtigterweise — den Trustgesellschaften gegenüber schon lange eine skeptische Haltung eingenommen, so besassen die Elektrizitätsgesellschaften selbst doch noch das allgemeine Vertrauen. Aber auch dieses sollte enttäuscht werden, und zwar lag der Grund des Rückganges, wenn auch durchaus nicht gänzlich, so doch in vielen Fällen zum grossen Teil in den Geschäftszweigen der Gesellschaften, die nicht ihrer Hauptaufgabe, der Fabrikationstätigkeit, sondern ihrem angegliederten Nebenbetrieb einer Gesellschaft für elektrische Unternehmungen angehörten. Die charakteristische Erscheinung war hier ein gewisser Dualismus zwischen Fabrikationsgewinnen und Finanzverlusten[3]); d. h. was die Unternehmungen in ihrem Hauptberuf verdient hatten, war wieder absorbiert worden durch ihre Trustgeschäfte, welche wie trockene Schwämme alle flüssigen Kapitalien an sich sogen.

Aufsehen erregten vor allem die Dividendenlosigkeit der Schuckert-Gesellschaft 1900/1901[4]), der Zusammenbruch des

---

[1]) Bericht der Kontinentalen Gesellschaft für elektrische Unternehmungen 1900/01, S. 5.

[2]) Frankf. Ztg. vom 23. Okt. 1901.

[3]) Vgl. Zukunft vom 20. Juli 1901, S. 119.

[4]) Charakteristisch für die Lage der Gesellschaft war vor allem die Bilanz 1900/01: nach derselben standen einem bilanzmässigen Kapital von 98,86 Mill.: 42,34 Mill., angelegt im Fabrikationsgeschäft, und 46,69 Mill. in Effekten u. s. w. gegenüber. Kreditoren figurierten mit

Kummerschen Elektrizitätswerkes [1]) und der Misserfolg des Kölner „Helios“ 1901 [2]). Dazu traten dann 1902 noch die grossen Verluste der Schuckert-Gesellschaft und die ähnlich schlechten Resultate der Elektrizitätsgesellschaft Lahmeyer [3]).

Der öffentlichen Meinung bemächtigte sich naturgemäss eine hochgradige Erregung; gerade die elektrotechnischen Unternehmungen wurden allgemein von einem starken Kursrückgang betroffen, und man begann heftig gegen die „Verschachtelung“ und das „Trustwesen“ zu wettern. Die herrschende Auffassung von der Grundlage des Uebels scheint nun auch schon zu vereinzelten praktischen Reorganisationsversuchen geführt zu haben. Charakteristisch ist hier besonders das Verfahren des „Helios“ und seiner Trustgesellschaft.

Es erfolgte bei ersterem eine Veränderung in der Geschäftsleitung, welche die Direktive erhielt, in Zukunft vor allem das Fabrikationsgeschäft zu pflegen und sich aus den Unternehmungen herauszuziehen [4]). Ebenso verdienen Beachtung die Massnahmen bei der Aktiengesellschaft für Elektrizitätsanlagen, wo man, im Gegensatz zu dem früher besprochenen Rückkauf der Trusts durch die Elektrizitätsgesellschaften, eine möglichste Trennung der beiden Institute anstrebte, um zu verhindern, dass das eine den Interessen des anderen aufgeopfert werde [5]).

Es ist nicht zu leugnen, dass in diesen Massnahmen die Erfahrungen der letzten Jahre, wie wir sehen werden, schon eine recht klare Anwendung fanden.

Aufgabe dieser Betrachtung ist es nicht, die mannigfachen Momente zu erörtern, welche den ausserordentlichen Rückschlag

---

27,92 Mill., Debitoren mit 45,64 Mill. Ein Aktivsaldo von Bankguthaben war nicht vorhanden; die flüssigen Mittel betrugen ganze 1,64 Mill.

[1]) Dieser wurden vor allem ihre ausserordentlich kapitalbedürftigen und dabei oft völlig unrentablen Unternehmungen gefährlich.

[2]) Verlust von 8,36 Mill. auf ein Kapital von 19 Mill. Mk.

[3]) Bei ersterer ein Verlust von 15½ Mill. Mk.; bei letzterer von 2½ Mill. Mk. Die Einzelheiten liegen mir gegenwärtig (Juli 1902) noch nicht vor.

[4]) Berl. Börs.-Cour. vom 10. Okt. 1901.

[5]) Frankf. Ztg. vom 17. Nov. 1901, Bericht für 1901/02.

in der so rasch emporgeblühten Elektrizitätsindustrie bewirkt haben. Dabei kommen Fragen der Organisation der Fabrikationsunternehmungen, der Art und Weise ihres Absatzes überhaupt, der inneren und äusseren Konkurrenz in der Branche u. dergl. in Betracht, die uns hier nicht zu beschäftigen haben. Es handelt sich vielmehr nur um die Trustgesellschaften der Elektrizitätsindustrie und ihren Einfluss auf das Unternehmungsgebiet, dem sie dienen wollen. Ihre Bedeutung ist aber nur zu verstehen unter Berücksichtigung ihres eigentümlichen Abhängigkeitsverhältnisses zu den grossen Fabrikationsunternehmungen. Zur Charakteristik desselben muss man seine Entwicklung kurz rekapitulieren. Diese vollzog sich in drei deutlich zu unterscheidenden Epochen:

Erste Epoche: Die elektrische Industrie beginnt Unternehmungen für eigene Rechnung auszuführen, da ihnen von anderer Seite nicht das nötige Kapital zugeführt wird.

Zweite Epoche: Für die Kapitalbeschaffung werden Trustgesellschaften gegründet. Das frühere eigentümliche Verhältnis der Fabrikationsgesellschaften zu den Unternehmungen aber bleibt der Sache nach bestehen, da die Trustgesellschaften, formal selbständig, in Wirklichkeit doch nur einen Annex zu den Fabrikationsgesellschaften bildeten.

Dritte Epoche: Die Trustgesellschaften werden wieder zurückgekauft, und die Elektrizitätsgesellschaften nehmen auch äusserlich ihre Doppelstellung wieder ein.

Diese eigenartige Konzentration der Unternehmungen in der Hand der Fabrikationsgesellschaften — direkt, mittels Aktienbeteiligungen oder durch Trustgesellschaften — ist nicht nur ein bemerkenswertes, sondern auch ein sachlich höchst bedeutungsvolles Moment in der Entwicklung der deutschen Elektrizitätsindustrie. Wenn die meist abfällige Kritik der Praxis dieses Verhältnis als „Verschachtelung", „Trustwesen" oder „System der Tochtergesellschaften" zu charakterisieren sucht, so mag dies eine praktisch durchaus richtige Auffassung verraten — den Bedürfnissen der theoretischen Betrachtung kann eine solche Charakteristik nicht genügen, vor allem, wenn man damit die Gefährlichkeit des Systems beweisen will zu einer Zeit, die auf den verschiedensten Gebieten fortwährend

erfolgreiche Kombinationen wirtschaftlicher Unternehmungen aller Art hervorruft.

Unter letzteren sind bekanntlich besonders zwei Tendenzen zur Vereinigung zu erkennen: Die erste geht auf Zusammenschluss aller Unternehmungen auf gleicher Stufe des Produktionsprozesses (Rohstoffe-, Halbfabrikate-, Ganzfabrikateproduzenten); sie durchdringt den Produktionsprozess gleichsam in der Querrichtung und gelangt zu Kartellen, Syndikaten, industriellen Trusts. Dass wir es hier damit nicht zu tun haben, braucht wohl nicht erörtert zu werden. Die zweite Tendenz geht auf Zusammenschluss der Unternehmungen, welche nacheinander an der Herstellung eines und desselben Produktes beteiligt sind; sie erfasst den Produktionsprozess in der Längsrichtung und führt zu Vereinigungen, die man als „kombinierte Betriebe" bezeichnet hat. Mit diesen scheint die uns vorliegende Erscheinung eine grössere Aehnlichkeit zu besitzen. Man ist versucht, darin eine sogen. „Betriebsvereinigung" zu erblicken, wenn z. B. eine elektrotechnische Fabrik sich eine Kraftzentrale, d. h. die zwischen ihr und dem Konsumenten elektrischer Kraft liegende Unternehmung, angliedert. Auch liegen gewisse Analogien z. B. in dem Erwerb einer Kohlengrube durch ein Eisenwerk, welches sich dadurch den Bezug des wichtigen Rohmaterials erleichtern will, und der Errichtung elektrischer Unternehmungen durch die Fabrikationsgeschäfte, welche sich dadurch ihren Absatz erleichtern wollen.

Trotzdem sind die beiden Kombinationsarten grundverschieden. Wesentlich für die sogen. „Betriebsvereinigung" ist es, dass die zusammengefassten Unternehmungen an der Herstellung desselben Produktes beteiligt sind, welches dieselben nacheinander durchläuft. Allerdings ist nun die Maschinenfabrik mit der Kraftzentrale dadurch verknüpft, dass die von ersterer gelieferte Maschine in die zweite übergeht — aber die beiden Unternehmungen sind nicht an der Herstellung desselben Produktes beteiligt. Die Maschinenfabrik ist das letzte Glied eines Produktionsprozesses, der die Herstellung elektrischer Maschinen bezweckt; mit deren Vollendung ist er abgeschlossen. Die Kraftzentrale dagegen bezweckt die Herstellung elektrischer Kraft; sie bildet ein Anfangsglied zu einem neuen Prozess,

der auf die Herstellung von Produkten hinausläuft, in denen elektrische Kraft direkt oder indirekt enthalten ist. Deshalb kann von einer dauernden Ergänzung der Tätigkeit der Betriebe gar keine Rede sein. Die Beziehung des ersten zum zweiten — und damit das Interesse an seiner Beeinflussung — erreicht ein Ende mit der Fertigstellung des letzteren. Von da ab ist die Vereinigung meist nur noch eine solche des Besitzes — eine „finanzielle" —, welche gern gelöst wird, wenn sich Gelegenheit dazu bietet.

Die Verschiedenheit der Produktionsprozesse, der die beiden vereinigten Unternehmungen angehören, schliesst eine für die wirtschaftliche Natur der Vereinigung sehr wichtige Eigentümlichkeit in sich. Bei den sogen. kombinierten Betrieben ist das Produkt, welches die einzelnen Unternehmungen durchläuft, natürlich umlaufendes Kapital für alle. Sein Preis stellt das wirtschaftliche Resultat der vereinigten Produktion dar. Im vorliegenden Falle aber wird die Maschine, welche in der Fabrik umlaufendes Kapital war, mit ihrem Uebergang in die Kraftzentrale stehendes Kapital, welches als solches keinen Preis erzielt, sondern nur eine Nutzung abwirft. Errichtet daher eine elektrotechnische Fabrik, um sich selbst Beschäftigung zu geben, eine solche Unternehmung, so verrechnet sie den Preis der gelieferten Maschinen und Apparate mit sich selbst, erzielt rechnungsmässig allerdings daraus für sich einen Gewinn, legt aber dafür ihr Kapital dauernd fest und bezieht davon lediglich eine Rente — unter der Voraussetzung, dass die Rentabilitätsberechnung der neuen Anlage richtig gewesen ist[1]).

Hieraus ergibt sich ohne weiteres, dass ein solches System auf jeden Fall nur für einen kleinen Teil der Produktion der Fabrik — bezw. nur unter fortwährender Veräusserung der für eigene Rechnung hergestellten Anlagen — angewandt werden kann. Sonst müsste die Gesamtunternehmung bald zu

---

[1]) Wollte eine solche Fabrik ihre gesamte Produktion an sich selbst absetzen, so käme man zu dem Absurdum, dass sie für dieselbe nie einen Preis erhielte, sondern ein ihrem Tauschwert entsprechendes Kapital investieren müsste, von dem sie lediglich eine Rente erhalten könnte.

einem finanziellen Ungeheuer werden, vorausgesetzt, dass der Kapitalmarkt ihr die Mittel dazu gäbe. Dass hier eine solche Methode praktisch überhaupt versucht werden konnte — vergleiche man z. B. die Herstellung der Dampfmaschinen und die Produktion der Dampfkraft, bei welchen sich nichts derartiges findet — scheint zu liegen: einerseits darin, dass elektrische Kraft als solche verkauft werden kann und zu ihrer Verwertung nicht den Anschluss des folgenden Produktionsabschnittes verlangt, der z. B. beim Dampf erst zu einem verkaufsfähigen Produkt führt; anderseits darin, dass in den Fällen, wo die elektrische Kraft als solche nicht verkauft, sondern weiterverarbeitet wird, die elektrotechnische Fabrik auch die Ausrüstung dieser Unternehmung — elektrochemische Fabriken, Strassenbahnen — meist selbst liefert[1]).

Dieses eigentümliche Verhältnis der hier vereinigten Betriebe zueinander erklärt ohne weiteres die Gefahren, welche dem System innewohnen. Erstens stellt es enorme Anforderungen an die Kapitalkraft der Unternehmung, selbst wenn es nur für einen geringen Bruchteil für die Produktion der Fabrik zur Anwendung gelangt. Der Wunsch, die reichen Gelegenheiten zu glänzenden Fabrikations- und Baugewinnen nicht infolge des Mangels an Unternehmern unbenutzt zu lassen, drängte die Elektrizitätsgesellschaften dahin, zunächst die Rolle der Besteller selbst zu übernehmen, dann sie ihren Trustgesellschaften zu übertragen und schliesslich wieder in starkem Masse selbst als solche zu fungieren. Jede sich selbst gegebene Bestellung aber führte zur Festlegung eines entsprechenden Kapitals; daher die rapide Ausdehnung der Elektrizitätsgesellschaften, die sprunghaften Kapitalvermehrungen, die oft kaum dem Wunsche nach Erweiterung des Geschäftsumfanges entsprangen, sondern vielmehr der Notwendigkeit, neue Betriebskapitalien heranzuziehen, da die früher vorhandenen sich fortwährend in Anlagekapital verwandelten. Denn die Veräusserung der für eigene Rechnung errichteten Unternehmungen war nur in den wenigsten Fällen

---

[1]) Sie kann sich daher auch durch diese Kapitalinvestierungen einen Gewinn zuführen, während er sonst anderen Unternehmungen zufiele.

ausführbar — bildete doch gerade die Unmöglichkeit, selbständige Unternehmer für sie zu finden, den Grund für die Geschäftspolitik überhaupt. So erklärt es sich, dass, als die Möglichkeit weiterer Kapitalinvestierung aufhörte, mehrere Elektrizitätsgesellschaften sich in jenem Zustand völliger Hilflosigkeit befanden, der aus der Festlegung aller verfügbaren Mittel resultierte.

Wären diese Mittel nun wenigstens in rentablen Unternehmungen festgelegt gewesen, so wäre die Notlage wohl nur eine vorübergehende gewesen. Dies war aber vielfach nicht der Fall: zu der Illiquidität des Vermögens kam oft noch die Unrentabilität der Anlage. Dies führt uns zu einem zweiten Nachteil des Unternehmungssystems, welcher in der ungenügenden Kontrolle der Geschäftsführung liegt. Während sich die Rentabilität von eigentlichen kombinierten Betrieben fortwährend durch den Preis des Endproduktes kontrolliert, ist hier ein solches Endprodukt überhaupt nicht vorhanden. An seiner Stelle steht vielmehr eine Rente von fixem Kapital, die erst nach langen Jahren ihre endgültige Höhe erreicht und damit den Wert der ganzen Anlage bestimmt[1]). Bei jungen Unternehmungen, für welche es noch an der nötigen Erfahrung mangelt, bietet dieses Moment immer die Gefahr leichtsinniger Investierungen; es findet sein einfachstes Korrektiv in der Vorsicht und Sorgfalt der Berechnung, welche der Unternehmer aus natürlichen Gründen vor der Inangriffnahme walten lassen wird. Dieses wertvolle Korrektiv verliert im vorliegenden Falle an Bedeutung. Erzielt nämlich der Unternehmer bei einer solchen Anlage einen hohen Fabrikations- und Baugewinn, so tritt zunächst gegen diesen die Rentabilität der Anlage in der Berechnung zurück — kann

[1]) Wenn man behauptet hat, dass die schwierige Lage der elektrischen Industrie daher rühre, dass bei elektrischen Unternehmungen Käufer und Verkäufer in einer Person vereinigt gewesen seien und die Interessen des ersteren dabei zu kurz gekommen seien, so ist das zwar tatsächlich richtig, findet aber seine eigentliche Erklärung erst in dem oben charakterisierten Verhältnis des Käufers zum Verkäufer — denn bei einem kombinierten Betrieb liegt dieselbe Vereinigung der Rollen in einer Hand vor, ohne dass derartige Nachteile daraus entspringen.

eine weniger gute Rente doch mehrere Jahre hindurch durch jenen reichlich ausgeglichen werden. Sieht sich aber ein solcher „Generalunternehmer“ in der Lage, entweder seine Fabrik stille stehen zu lassen und dadurch einen sicheren Verlust zu erleiden, oder sie durch Anlagen für eigene Rechnung vorteilhaft zu beschäftigen, dafür aber die Möglichkeit einer ungenügenden Rente mit in den Kauf zu nehmen, so wird er, falls sein Kapital reicht, und ihn nicht eine besondere Sorgfalt und Besonnenheit zurückhält, den letzteren Weg gehen und wird ihn solange gehen, bis er eben durch das natürliche Hindernis der beschränkten Mittel versperrt wird. Wenn dann die Baugewinne aufhören und die Renten der festliegenden Kapitalien die Haupteinnahme bilden sollen, folgt notgedrungen eine rationelle Einschätzung der Anlagen nach ihrem tatsächlichen Ertrage. Viel grösser als die Fabrikations- und Baugewinne, welche man mit sich selbst verrechnet oder der hörigen Trustgesellschaft abgezwungen hat, ist nun die Entwertung der Anlagen, die zu starken Abschreibungen auf Effekten, zu Verlusten und Konkurs führt.

Im Vorstehenden sind die in der bisherigen Organisation der deutschen Elektrizitätsindustrie liegenden Gefahren der grösseren Deutlichkeit halber so krass gezeichnet worden, wie sie sich nur in den allerschlimmsten Fällen geäussert haben. Prinzipiell waren sie natürlich überall vorhanden. Damit soll nun durchaus nicht gesagt sein, dass das gesamte System praktisch undurchführbar sei. Im Gegenteil: bei einer diesen Gefahren entsprechenden höheren Vorsicht der Geschäftsführung, d. h. bei Rücksichtnahme einerseits auf die jeweils verfügbaren Mittel, andererseits auf die spätere Rentabilität der Anlage, kann dasselbe sogar glänzende Resultate liefern, wie die Erfahrungen gerade auch der bedeutendsten Unternehmungen der Branche beweisen[1]). Es muss der Unternehmungsmethode zweifellos sogar ein Verdienst an der ausserordentlich schnellen Verbreitung der elektrischen Erfindungen beigemessen werden; denn, wie die Erfahrung bewies, wollten sich anfänglich keine

[1]) Die Erniedrigung der Dividende um einige Prozente in der Depression spricht nicht unbedingt dagegen.

Unternehmer zu ihrer Ausbeutung finden. Erst die Aussicht, bei den Unternehmungen zugleich Fabrikationsgewinne zu machen, veranlasste zu ihrer Inangriffnahme. Die Möglichkeit, das Ziel zu erreichen, schloss aber die Gefahr in sich, über dasselbe hinauszuschiessen.

Zur Verhütung solcher Misserfolge in der Zukunft sind mehrere Massregeln möglich. Am wenigsten einschneidend ist die, dass man seine Geschäftsführung so reformiert, dass bei neuen Unternehmungen für eigene Rechnung die Interessen des späteren Betriebsunternehmers neben denen des Fabrikanten und Bauunternehmers voll zur Geltung kommen: d. h. dass die Anlagen nur unternommen werden, wenn man dadurch nicht in Kapitalnot gerät und eine hinreichende Verzinsung davon erhält. Letztere wird, nachdem die Elektrizität nunmehr einen wichtigen Platz in unserem Wirtschaftsleben einnimmt, eine Veräusserung der Unternehmungen oft mit Vorteil ermöglichen. Zu einer solchen, äusserlich natürlich kaum erkennbaren Aenderung der Geschäftspolitik werden sich wohl die meisten Elektrizitätsgesellschaften entschliessen.

Radikaler ist der oben erwähnte Schritt, den die Heliosgesellschaft und ihr Trust getan haben. In klarer Erkenntnis der in der Verbindung liegenden Gefahr, heben sie dieselbe einfach auf; die Fabrikationsgesellschaft beschränkt sich auf die Fabrikation, die Trustgesellschaft sucht sich der Stellung zu nähern, in der man sich, wie es scheint, die Trusts ursprünglich dachte[1]), nämlich als unabhängige, selbständige Finanzgesellschaften. Es ist kaum daran zu zweifeln, dass, wenn die Trustgesellschaften diese Stellung stets eingenommen hätten, die Misswirtschaft geringer gewesen wäre. Zwar wären auf einem noch jungen Unternehmungsgebiete auch bei sorgfältigster Wahrung des Interesses der Gesellschaften als Betriebsunternehmer sowohl Fehler in der Kapitalinvestierung wie Missstände in der inneren Geschäftspolitik — hinsichtlich der Kursrücklagen u. dergl. — kaum ausgeblieben; aber der springende Punkt war doch der, dass durch die vorliegende Organisation dieses Selbstinteresse gänzlich zurückgedrängt wurde.

[1]) S. 120 ff.

Ausserdem tritt die Möglichkeit, elektrische Unternehmungen finanziell zu verselbständigen, in Zukunft mit den wachsenden Erfahrungen immer stärker hervor. Besonders für grössere Unternehmungen wird man sie wohl kaum unbenutzt lassen[1]), während für kleinere das Trustsystem doch noch lange von Vorteil sein kann. Nicht ausser acht zu lassen ist auch die Mitwirkung der Gemeinden als Unternehmer auf diesem Gebiet, das ihnen — man denke nur an Stromlieferungsanstalten und Strassenbahnen — ja sehr nahe liegt.

Für die modernen Tendenzen der Unternehmungskonzentration aber wird die Organisation der deutschen Elektrizitätsindustrie in der Periode ihres ersten grossen Aufschwunges als ein bemerkenswerter Typus bestehen bleiben.

---

[1]) Vgl. Bericht der Deutschen Gesellschaft für elektrische Unternehmungen für 1900/01, S. 5.

Siebentes Kapitel

Die Industriebanken oder Industrietrustgesellschaften

Im Gegensatz zu den Entstehungsursachen der beiden vorhergehenden Kategorien von Trustgesellschaften, welche wirtschaftlicher Natur waren, spielten bei der Errichtung des dritten Zweiges deutscher Trustgesellschaften, wie man allgemein annimmt, zunächst rechtliche Verhältnisse die Hauptrolle[1]). Man führt dieselben in erster Linie auf eine Bestimmung des deutschen Börsengesetzes vom 22. Juni 1896 zurück; dasselbe setzte in § 39 fest, dass die Aktien von solchen Gesellschaften, welche aus Privatfirmen in die Aktienform überführt worden waren, nicht vor Ablauf eines Jahres zum Handel an einer deutschen Börse zugelassen werden durften. Grund für diese Bestimmung war die Beobachtung, dass Unternehmungen, die sich als Privatfirmen sehr gut rentiert hatten, infolge des meist teuereren Apparates der Aktiengesellschaften, oder infolge zu hoher Bewertung der Illaten, auch zu hoher Bemessung des Kapitales, später sehr in ihrem Erträgnis zurückgingen.

Man wollte also das Publikum in dieser Beziehung vor Uebervorteilungen schützen.

Für das Finanzierungsgeschäft aber bedeutete diese Bestimmung natürlich eine erhebliche Erschwerung: nicht immer waren die Emissionsbanken geneigt, ihre Mittel so lange in einem einzelnen Unternehmen festzulegen, und es schien daher dienlich, Spezialfinanzinstitute zu besitzen, die sich damit be-

[1]) Vgl. Frankf. Ztg. vom 23. Juni 1898. Deutscher Oekonomist 1896, S. 130 und 146. Zukunft 1901, S. 518 (vom 23. März).

fassten, die Anteile solcher Unternehmungen so lange aufzunehmen, bis man sie in den Handel bringen konnte: man kehrte, wie sich eine Zeitschrift[1]) treffend ausdrückt, den Gründungsakt um; während man früher ein schon bestehendes Unternehmen in die Form der Aktiengesellschaft überführte, gründete man jetzt zunächst eine Aktiengesellschaft und brachte in dieselbe später die betreffenden Unternehmungen ein.

Dass auch die Festsetzung eines bestimmten Mindestkapitals[2]) für Aktiengesellschaften, deren Anteile börsenmässig gehandelt werden durften, für die Bildung solcher Trustgesellschaften Veranlassung geboten hätte, wird wohl seltener der Fall gewesen sein, da die überwiegende Mehrzahl der von ihnen finanzierten Unternehmungen dieses Mindestkapital erreichte.

Der Endzweck des Effektengeschäftes dieser Trustgesellschaften ist demnach die Emission; die Beteiligung an industriellen Unternehmungen durch Aktienübernahme ist nur Mittel zum Zweck und geschieht selten des dauernden Dividendengenusses halber.

Es ist schon bemerkt worden, dass hinsichtlich dieses „effektenbankmässigen" Charakters die „Industriebanken" mit den englischen Trustgesellschaften der achtziger Jahre ziemlich übereinstimmen. Es besteht jedoch noch eine weitere Aehnlichkeit zwischen den beiden, und zwar bezüglich der Art ihrer Entstehung und Verbreitung: in beiden Fällen erhielt dieselbe den ersten Anstoss durch gewisse äussere Verhältnisse — dort die Konvertierung der Staatsschuld, hier die Börsengesetzgebung — aber in beiden Fällen ist die weitere Entwicklung nur zu verstehen unter Berücksichtigung der jeweils herrschenden Hochkonjunktur, welche solchen den Effektengeschäften dienenden Instituten einen günstigen Boden bereitete.

Als die ersten Trustgesellschaften dieser Art in Deutschland 1895/96 ins Leben traten, befand man sich am Beginn eines bisher noch nicht dagewesenen gewerblichen Aufschwunges.

---

[1]) Zukunft vom 23. März 1901 (S. 518).

[2]) Beschluss des Bundesrates nach § 42 des Börsengesetzes. Reichsgesetzblatt 1896, S. 763 ff.

Gelegenheit zu Gründungen und Umwandlungen war überreichlich vorhanden. Das Kapital der Emissionsbanken schien für die vielen an sie herantretenden Ansprüche nicht auszureichen, weshalb es bei den meisten in der Folgezeit eine beträchtliche Erhöhung erfuhr.

Diese Konstellation muss man sich gegenwärtig halten, wenn man verstehen will, dass diese Industriebanken neben den Effektenbanken eine ziemliche Anzahl erreichten. Die Erschwerung des Umwandlungsgeschäftes allein vermöchte sie kaum hinreichend zu erklären, schon deshalb, weil ihre Tätigkeit sich späterhin durchaus nicht darauf beschränkte. Derartige Transaktionen waren auch kaum jederzeit in einem Umfange zu bekommen, welcher dem beschränkten Kapital der Trustgesellschaften entsprach — man übernahm daher alle möglichen Finanzierungen, die man erhalten konnte.

Ueber die Technik der industriellen Emissionen von seiten der Industriebanken ist etwas Besonderes nicht zu bemerken: sie bevorzugen meist ein bestimmtes Gebiet von Unternehmungen, besonders die Montanindustrie, und sind aus diesem Grunde auch vielfach mit technischen Kräften der betreffenden Branche ausgerüstet. — Daneben beschäftigen sie sich mit Kreditgewährung, besonders an die einzelnen Unternehmungen, an denen sie interessiert sind, mit kommissionsweiser Einlösung von Coupons und Dividendenscheinen u. dergl. Die Ausgabe von Obligationen ist selten: sie kommt nur bei zwei Gesellschaften[1]) und auch bei diesen nur in ganz geringem Masse vor.

Als typisch für diese ganze Kategorie von Trustgesellschaften kann die erste derselben angesehen werden: die „Aktiengesellschaft für Montanindustrie" zu Berlin, gegründet 1895[2]). — Zweck der Gesellschaft sollten ursprünglich Finanzgeschäfte auf dem Gebiete der Montanindustrie sein, doch wurde ihre Befugnis bald so erweitert, dass ihr fast alle Ge-

[1]) Aktiengesellschaft für Montanindustrie und Bank für industrielle Unternehmungen.

[2]) Die Grundzüge des Börsengesetzes von 1896 standen schon damals fest und waren auch bereits bekannt gegeben worden.

biete der Industrie offen standen[1]). Die Gesellschaft nutzte die glänzende Konjunktur in Deutschland durch eine bedeutende Gründungs-, Umwandlungs- und Emissionstätigkeit eifrig aus, so dass sie ihr erst 6, dann 12 Mill. Mk. betragendes Kapital mit 8—10% pro anno verzinsen konnte[2]).

Die zweite bedeutendere Trustgesellschaft dieser Art war die „Bank für Bergbau und Industrie" aus dem Jahre 1897, zuerst in Düsseldorf, dann in Berlin. Sie wurde hauptsächlich von rheinischen Finanzkreisen ins Leben gerufen, wandte aber dann ihre Tätigkeit vorzüglich dem ausländischen Geschäfte zu, im Gegensatze zu der erstgenannten Trustgesellschaft, welche mehr in Deutschland arbeitet. Besonders in Oesterreich-Ungarn und in Rumänien hat sie starke Interessen. Emittiert hat sie bisher weniger, wohl in erster Linie deshalb, weil ihre Unternehmungen noch nicht reif dazu waren.

Mit zu den bekannteren Trustgesellschaften zählt auch die Frankfurter „Bank für industrielle Unternehmungen", gegründet 1896. Unbedeutender ist die aus demselben Jahre stammende

---

[1]) Frankf. Ztg. vom 12. Juni 1896.

[2]) Wie man sagt, wurde sie von den Mitgliedern ihrer Gründergruppe auch wohl zur Aufnahme schwer realisierbarer Beteiligungen und als Effektenablagerungsstelle zur Zeit der Bilanzaufstellung gebraucht. Da sie ihr Geschäftsjahr am 31. März schloss, so konnte sie sich mit den am 31. Dezember schliessenden Gesellschaften bei der Umschiffung dieser gefährlichen Zeitpunkte wechselseitig wertvolle Dienste leisten. (Frankf. Ztg. vom 14. August 1901. — Zukunft vom 23. März und 17. August 1901.) — Inwieweit es mit diesen Gerüchten seine Richtigkeit hat, kann ich natürlich nicht feststellen, bei dem geringen Material jedoch, welches über diese Trustgesellschaften vorliegt, kann ich nicht umhin, von allem in der Oeffentlichkeit über sie Vorgebrachten und unwidersprochen Gebliebenen wenigstens Notiz zu nehmen. — Charakteristisch für die Art des Auftretens der Aktienges. f. M.-I. sind die Worte, mit denen die Umwandlung eines rheinischen Bankhauses motiviert wurde: „Das .... Bankgeschäft habe bisher prosperiert und besonders sei das „reguläre" Geschäft mit Bergwerks- und sonstigen rheinischen Industriewerten gut". (Berl. Börs.-Cour. vom 9. Februar 1897.) Mit welcher Kritiklosigkeit des Publikums rechnete man wohl, als man es wagte, diese Spekulationsgeschäfte mit dem Epitheton „regulär" auszuschmücken, das vom „regulären Bankgeschäft" her einen so Vertrauen erweckenden Klang hat! —

„Allgemeine Industrie-Aktiengesellschaft“ in Dresden, welche in nahen Beziehungen zu den Kummerschen Elektrizitätswerken stand und in gewissem Grade als Elektrizitätstrustgesellschaft fungierte.

Von mehr lokaler Bedeutung und zum Teil noch im Entstehen begriffen sind: die „Hannoversche Gesellschaft für industrielle Unternehmungen“ Hannover 1897, die „Deutsche Industriegesellschaft“ Regensburg 1898, die „Essener Industriebank“, Essen 1900 — inzwischen schon wieder in Konkurs geraten — und die „Bank für Industriebeteiligungen“, Berlin 1901.

Einen ganz speziellen, aber nicht unbedeutenden Wirkungskreis zeigt die „Bank für Brauindustrie“, Berlin 1899[1]). Veranlassung für ihre Gründung waren die zahlreichen Umwandlungsgeschäfte, welche die in ausserordentlich schneller Entwicklung zum Grossbetriebe befindliche Brauindustrie vornimmt, und an denen sie sich mit Erfolg beteiligte.

Erwähnung verdienen hier noch zwei ältere Institute des rheinisch-westfälischen Industriebezirkes, die beide noch aus der „Gründerzeit“ der 70er Jahre stammen: die „Bergisch-Märkische Industriegesellschaft“ in Barmen und die „Aktiengesellschaft für Rheinisch-Westfälische Industrie“ in Köln. Sie beschäftigten sich mit Grundstücksgeschäften, industriellen Beteiligungen, Effektenbesitz und Unternehmungen in eigener Verwaltung, die später jedoch auch wohl verselbständigt wurden. Die erstere wurde 1897 von zwei Grossbanken[2]), welche die Absicht hatten, im Rheinlande eine „Industriebank“ zu errichten, erweitert und zu einer solchen umgewandelt[3]).

Während der von 1895—1900 in Deutschland herrschenden Hochkonjunktur waren die finanziellen Resultate sämtlicher Gesellschaften verhältnismässig gut, die Dividenden betrugen durchschnittlich etwa 7—8% p. a.

Ganz ausserordentlich aber war der Rückschlag seit 1900. Er führte nicht nur dazu, dass für die Jahre 1900 bezw. 1901

---

[1]) Frankf. Ztg. vom 25. Juni 1901.

[2]) Deutsche Bank und Bergisch-Märkische Bank.

[3]) Berl. Börs.-Cour. vom 13. Oktober 1897. Berl. Börs.-Ztg. vom 23. Februar 1901.

die meisten der Gesellschaften keine Dividende verteilten, sondern dass gerade die bedeutendsten unter ihnen schwere Verluste erlitten[1]).

Fragen wir nach den einzelnen Veranlassungen dieser misslichen Lage, so erfahren wir — fast genau wie bei den englischen Trusts der 90er Jahre — Aufhören der Emissionsgewinne, Rückgang der Dividenden, Knappheit an flüssigen Mitteln[2]), vor allem aber natürlich Kursverluste und Entwertung der Anlagen. Welcher Natur diese Anlagen zum grössten Teil sein mussten, wird durch die mitgeteilten Schicksale der einzelnen Institute wohl zur Genüge illustriert. Man sieht, die Schicksale der Gesellschaften rechtfertigen eine Parallele mit den englischen der 80er Jahre auch noch über die früher angeführten Beziehungspunkte hinaus!

Vergegenwärtigt man sich nun die Tätigkeit dieser Industriebanken im Rahmen des deutschen Gründungs- und Emissionsgeschäftes der Gegenwart, so erscheinen dieselben als eine Art von „Spezialeffektenbanken“ neben den seit einem halben Jahrhundert bestehenden Emissionsbanken. Die Hauptfrage ist demnach die: hat sich ihre Gründungstätigkeit nach den bis-

---

[1]) Die Unternehmungen der Bank für Bergbau und Industrie waren so missraten, dass die Bank schon zur Zeit der Hochkonjunktur 1899/1900 mit einem Verlust arbeitete, der in der Bilanz pro 31. März 1902 die Höhe von 4,94 Mill. bei 10 Mill. Aktienkapital erreichte. Die Aktiengesellschaft für Montanindustrie, welche früher bis zu 10 % Dividende verteilt hatte, musste 1902 ihr Kapital infolge ihrer Effektenverluste von 12 auf 6,3 Mill. herabsetzen. Die Allgemeine Industrie-Aktiengesellschaft verlor auf ein eingezahltes Kapital von 2,97 Mill. nicht weniger als 2,16 Mill., was wahrscheinlich zur Liquidation führt. Charakteristisch für die Natur dieser Gesellschaften sind auch die Resultate der Aktiengesellschaft für Rheinisch-Westfälische Industrie. 1900 erzielte sie infolge Verkaufes eines Effektenpostens einen Gewinn von 1 086 900 Mk. und verteilte 60 % Dividende; 1901 war der Gewinn 1968 Mk.! Fast unberührt von der Krisis scheint einzig die Bergisch-Märkische Industriegesellschaft geblieben zu sein, welche ihre Dividende auf früherer Höhe erhalten konnte.

[2]) Ein bezeichnendes Beispiel dafür ist, dass die Aktiengesellschaft für Montanindustrie im Jahre 1901 bei einem Kapital von 12 Mill. nahezu 5 Mill. „Kredite auf längere Termine“ aufnehmen musste! (Frankf. Ztg. vom 26. Juni 1901.)

herigen Erfahrungen neben der der Banken von besonderem Werte gezeigt[1])?

Vergleicht man zunächst die beiden Formen der Finanzunternehmung, so hatten die Trustgesellschaften den scheinbaren Vorteil, in Zeiten günstiger Konjunktur ihr ganzes Kapital dem einträglichen Emissionsgeschäft widmen zu können, während die Effektenbanken ihre Mittel zwischen dem regulären Bankgeschäft, das fast immer ihren Stamm bildet, und dem Effektengeschäft teilen müssen; diese betrachten das letztere mehr als Gelegenheitsgeschäft in günstigen Zeiten und suchen es möglichst bald zu realisieren. Vor allen Dingen ist es ihr Bestreben, vor eintretendem Konjunkturumschwung, soweit es möglich ist, sich von ihren Effektenbeständen, die sonst oft auf Jahre hinaus unveräusserlich werden, zu befreien. Sie beschränken sich während der Depression möglichst auf das eigentliche Bankgeschäft, aus dem sie bei Wiederbeginn der „Campagne" die Mittel für Finanzierungen herausziehen.

Die Trustgesellschaften sind dagegen auf die Finanzgeschäfte als einzige Haupteinkommensquelle angewiesen. Sie haben dafür in schlechten Zeiten keinen Ersatz — im Gegenteil: von der grossen Zahl der von ihnen eingegangenen Geschäfte, in denen ihr ganzes Kapital steckt, ist nur ein Bruchteil vor Beginn der Krisis abgewickelt worden. Zu dem niedrigen Erträgnis der Bestände kommt als Verlust deren Kursrückgang.

Zu diesem in der Geschäftsform überhaupt liegenden Nachteil aber gesellten sich im vorliegenden Falle noch zwei besondere. Erstens sahen sich die kleineren Trustgesellschaften den weit kapitalkräftigeren, seit langer Zeit überall eingeführten, durch das Bankgeschäft stets im engen Konnex mit dem gesamten Wirtschaftsleben stehenden grossen Finanzinstituten gegenüber. Diese waren daher bei Beginn des Aufschwunges für die Uebernahme von Finanzierungen in jeder Beziehung ungleich geeigneter. Die kleinen Industriebanken waren da-

[1]) Als „reine Effektenbanken" sind die Industriebanken somit in Deutschland die ersten Vertreter jenes Typus, den Sattler sich schon 1890 — als solche Unternehmungen noch gar nicht existierten — aus unseren Effektenemission betreibenden Banken herauskonstruiert hatte (vgl. Sattler, Die Effektenbanken).

gegen weit weniger bekannt; ihre Mittel waren sehr beschränkt, sowohl bezüglich des Umfanges der von ihnen zu übernehmenden Geschäfte, als auch bezüglich der Unkosten, die sie sich für Informationen, Versuche u. dergl. leisten konnten. Wenn es ihnen daher nicht gelang, ganz spezielle örtliche oder technische günstige Gelegenheiten zu Finanzierungen geschickt zu benutzen, so wird von den grossen Geschäften, mit denen die Industrie an die Bankwelt herantrat, nicht das Beste für sie übrig geblieben sein[1]). Ausserdem ist nicht zu vergessen, dass die durch die Einseitigkeit ihres Geschäftes schon eo ipso im Nachteil befindlichen Gesellschaften noch dazu gerade für die gefährlichste Art der Finanzgeschäfte, nämlich für die langfristigen, gegründet worden waren.

Diese Momente reichen wohl hin, um ihre Misserfolge zu erklären. Die bisherigen Erfahrungen berechtigen kaum zu der Erwartung, dass man angesichts der schlechten Resultate diese Art von Finanzinstituten neben den bestehenden Emissionsbanken noch weiter auszubilden sich bemühen wird[2]); im Gegenteil ist ein andauernder — und auch wohl berechtigter — Pessimismus gerade ihnen gegenüber zu konstatieren gewesen.

Dass ein volkswirtschaftliches Bedürfnis nach ihrer Emissionstätigkeit bestände, wird wohl schwerlich jemand behaupten, vor allem, nachdem die grossen Banken dem Drängen der 90er Jahre durch eine bedeutende Vermehrung ihres Kapitals Rechnung getragen haben. — Dagegen ist der Gedanke nicht von der Hand zu weisen, dass das Bestehen solcher Spezialemissionsbanken, welche ihr Kapital nicht anders als in Effektengeschäften benutzen können, zu einer krankhaften Betreibung derselben auch in weniger günstigen Zeiten führen kann, dass sie ferner unter Umständen ein bequemes Mittel für Schiebungen und Verschleierungen der Effektenbestände bieten, die nicht nur ihnen selbst, sondern auch dem gesamten Kapitalmarkt und der ganzen Volkswirtschaft damit zum Nachteil gereichen.

---

[1]) Daraus ist vielleicht auch die Häufigkeit ausländischer Unternehmungen bei ihnen zu erklären.

[2]) Jedenfalls müsste dann zunächst ihre Geschäftspolitik eine durchgreifende Revision im Sinne einer rationelleren Ausgestaltung erfahren.

Die hier beobachteten Vorgänge erscheinen demnach wohl geeignet, einiges Material zu liefern für die allgemeine Streitfrage: Vereinigung oder Trennung von Bank- und Effektengeschäften? wenigstens soweit letztere dabei in Betracht kommen. Doch darf nicht vergessen werden, dass die „reinen Effektenbanken" in unserem Falle sich unter besonders ungünstigen Verhältnissen bei uns einzuführen gesucht haben; die Konkurrenten hatten, wie ausgeführt, nicht nur die prinzipiellen Vorteile ihrer Organisation, sondern auch noch zahlreiche andere für sich. Immerhin kann es sich nur empfehlen, die Erfahrungen dieser Institute der 90er Jahre nicht unberücksichtigt zu lassen, wenn man zu gesetzgeberischen Massregeln schreiten sollte, welche der Ordnung oder Umgestaltung des deutschen Kredit- und Emissionsbankwesens dienen sollen, wie sie ja von mehreren Seiten gewünscht werden.

Zusammenfassung und Schluss

In den einzelnen Teilen der Arbeit ist der Versuch gemacht worden, jedesmal am Schlusse die darin betrachteten Abschnitte in der Entwicklung der Trustgesellschaften nach ihren hauptsächlichen Ergebnissen kurz zusammenzufassen. Die für die verschiedenen Kategorien dort gewonnenen einzelnen Gesichtspunkte sind wohl das Wesentlichste, was hier zur Erkenntnis des Gegenstandes beigetragen werden konnte.

Es erübrigt nur noch eine kurze Betrachtung darüber, ob sich aus dem ganzen noch einige allgemeine Züge gewinnen lassen, die zur Vervollständigung des Bildes dienen können.

Wir beobachteten, dass in den letzten Jahrzehnten eine grössere Anzahl von Gesellschaften entstand, deren Zweck in dem Erwerb von Wertpapieren und der Ausgabe eigener Aktien und Obligationen an deren Stelle lag. Sie treten als eine Art von Vermittlungsinstitut zwischen den verschiedenen Wirtschaften, die sich Kapital durch Ausgabe von Wertpapieren beschaffen wollen, und den einzelnen Kapitalisten auf, eine Aufgabe, welche bisher hauptsächlich die Emissionsbanken zu erfüllen suchten. Die Tatsache aber, dass nunmehr ein neues, anders geartetes Verbindungsinstitut ergänzend zu dem früheren tritt, scheint darauf hinzuweisen, dass mit der zunehmenden Neigung der Kapitalisten, ihr Vermögen in Wertpapieren anzulegen und der steigenden Ausbildung des Effekten-, besonders des Aktienwesens, die Vermittlungstätigkeit der Banken den sich vermehrenden und differenzierenden Bedürfnissen nicht mehr in jeder Beziehung genügt. Dies äussert sich folgendermassen:

Die Funktion der Effektenbank ist im wesentlichen die des Effektenhandels. Durch letzteren vermittelt sie zwischen

den kapitalbedürftigen Wirtschaften und den anlagesuchenden Kapitalisten. Voraussetzung für eine für beide Seiten erfolgreiche Vermittlung sind bestimmte Anforderungen des Kapitalmarktes einerseits an die Eigenschaften der emittierten Wertpapiere, z. B. bezüglich ihrer Gesamtsumme, ihrer Verzinsung, ihrer Sicherheit, andererseits an diejenigen der anzulegenden Kapitalien, besonders hinsichtlich ihrer Grösse. Sind diese Bedingungen nicht erfüllt, so ist es der Tätigkeit der Bank oft unmöglich, für die betreffenden Unternehmungen Kapitalisten, für die Kapitalisten geeignete Wertpapiere zu beschaffen. Diesem Missstand soll das Dazwischentreten der Trustgesellschaft abhelfen: Durch den Umtausch der erworbenen Wertpapiere gegen ihre eigenen will sie den verschiedenen vom Effektenmarkt ausgeschlossenen Wirtschaften Beziehungen zu demselben eröffnen, ihnen durch eine Art finanzieller Anpassung seine Vorzüge dienstbar machen.

Hierbei kann es sich handeln: erstens um die Anpassung der Kapitalanlage an den Effektenmarkt, und zwar der Kapitalanlage solcher Leute, deren Mittel und Sachkenntnis nicht dazu ausreichen, alle Vorteile, welche jener grösseren Besitzern bietet, auszunutzen. So entsteht der erste Haupttypus der Trustgesellschaften, die Investment Trust Company. Die zahlreichen Schwierigkeiten, welche aus natürlichen Gründen der Methode anhaften, haben ihre Ausbreitung bisher stark behindert, die vom sozialen Standpunkt aus lebhaft zu wünschen wäre.

Dem steht gegenüber als zweiter Haupttypus der Finanzierungstrust. Hier handelt es sich um die Anpassung einer vom Standpunkt des Effektenmarktes gleichsam „anormalen" Kapitalbeschaffung, und zwar für solche Unternehmungen, deren finanzielle Natur ihre erfolgreiche Ausbildung als Aktiengesellschaften sehr erschwert. So ist dem eigenartigen Emissionsgeschäft der Financial Trusts das Zustandekommen ganzer Kategorien von Unternehmungen zu verdanken, die sich für die private Unternehmung nicht eigneten, ohne das Dazwischentreten der Trusts aber auch nur eine schwache Ausbildung in der Form von Aktiengesellschaften hätten finden können.

Dabei gehen die Beziehungen zwischen der einzelnen Aktien-

unternehmung und dem zugehörigen Finanzinstitut natürlich weit über die einfache Gründungs- und Emissionstätigkeit, wie bei der gewöhnlichen Emissionsbank, hinaus. Die dauernde Zusammenfassung der Anteile der vielen einzelnen Aktiengesellschaften in einer Hand ermöglicht einerseits eigenartige Arbeitsteilungen zwischen den Unternehmungen, wie z. B. bei der Organisation des Lokalbahnwesens, andererseits gewisse Kombinationen derselben, wie bei den Elektrizitätsgesellschaften, oder schliesslich völlig monopolistische Vereinigungen, wie bei den Minengesellschaften.

Es ist wohl kaum zu leugnen, dass sich die Finanzierungstrustgesellschaften durch Zuführung bedeutender Kapitalien an sonst schwer zu finanzierende Unternehmungsgebiete volkswirtschaftlich ein Verdienst in mancher Hinsicht erworben haben. Dagegen steht doch ebenso fest, dass dabei im einzelnen viele Missgriffe vorgekommen sind. Das ist nicht verwunderlich; jede neue Methode, welche es ermöglicht, bisher — infolge Kapitalmangels — wenig entwickelten Unternehmungen bedeutende Mittel zuzuführen, trägt die Gefahr allzuvieler und unrentabler Investierungen in sich — das hat schon die Erfahrung der Effektenbanken in der Zeit ihrer ersten Entwicklung bewiesen. Ausgeglichen kann diese Gefahr nur werden durch eine entsprechende Vorsicht und Geschäftskenntnis, welche die früher durch die natürlichen Schwierigkeiten bewirkte Zurückhaltung da, wo sie angebracht ist, ersetzt. Solche Sachkenntnis aber wird nicht aus den Prinzipien einer neuen Einrichtung deduziert, sondern im wesentlichen durch praktische Erfahrungen gefunden, unter denen naturgemäss eine Reihe schlechter Ergebnisse nicht ausbleibt.

Soweit es hier möglich war, in die Geschäftspolitik der Trustgesellschaften einzudringen, haben wir folgende Grundzüge festgestellt: Als Finanzinstitute unterliegen die Trustgesellschaften den Forderungen der Solidität und Liquidität ihrer Anlagen, wie jede bankmässige Unternehmung. In beiden Beziehungen aber ergeben sich noch gewisse, dem Typus der Trustgesellschaften eigentümliche Seiten: Hinsichtlich der Solidität tritt die Schwierigkeit der Bilanzaufstellung besonders hervor. Solange dabei mehr oder minder starre Normen zu

befolgen sind, welche den jeweiligen Börsenkurs als das Maximum des Wertansatzes bezeichnen — und es wird nicht leicht sein, einen Modus zu finden, der mit der wünschenswerten Freiheit die nötige Sicherheit gegen Fälschungen der Bilanz verbindet — unterliegen die Trusts jeder Veränderung der Börsenkonjunktur, die bei Wertpapieren besonders spekulativen Charakters ausserordentliche Kursschwankungen zeitigt. Ohne dass eine dauernde Minderung des Ertragswertes ihres Besitzes vorliegt, können die Gesellschaften dadurch in die grössten Schwierigkeiten geraten. Es ist also hier eine besondere Vorsicht nötig.

Dasselbe gilt hinsichtlich der Liquidität der Mittel. Die in ungünstigen Zeiten oft eintretende Notwendigkeit weiterer Kapitalinvestierung muss die Trustgesellschaften, zur Vermeidung von Schwierigkeiten, bei rationeller Geschäftsführung dazu veranlassen, einen Teil ihrer Mittel für solche Fälle bereit zu halten.

Da diese Erfahrungen eigentlich erst als Resultat der letzten Krisis anzusehen sind, so ist es erklärlich, dass ihr Eintreten eine grössere Zahl von Trustgesellschaften in diesen Beziehungen nicht genügend gesichert fand. Es ist auch nicht zu bestreiten, dass sie daher — man denke an die englischen Trusts 1890, an die Allgemeine Deutsche Kleinbahngesellschaft, an die verschiedenen Elektrizitätstrusts und die deutschen Industriebanken — den Eindruck geringer Widerstandsfähigkeit in Krisen hervorriefen, ja dass sie in mancher Hinsicht direkt Krisen-verstärkend zu wirken schienen. Ebenso unbestreitbar ist es aber auch, dass kein Grund vorliegt anzunehmen, dass die erkannten Fehler nicht durch eine verbesserte Geschäftspolitik behoben werden könnten. Dass bei solchen Urteilen die Vorsicht kaum gross genug sein kann — dafür gibt es gerade für das vorliegende Gebiet ein lehrreiches Beispiel in der Stellung der Wissenschaft zu den Effektenbanken: während ihr Programm in den ersten Jahrzehnten, auch wegen anfänglicher Misserfolge, fast allgemein für undurchführbar und volkswirtschaftlich schädlich erklärt wurde, hat die Praxis des wirtschaftlichen Lebens allmählich bewiesen, dass es nicht nur durchführbar, sondern auch in mancher Beziehung volkswirtschaftlich nützlich sein kann; die Praxis hatte eben „gelernt", das Programm durchzuführen.

Die Zukunft der Trustgesellschaften hängt von einer Reihe von Momenten ab, die heute noch völlig im Ungewissen liegen. Aus unserer bisherigen Erfahrung lässt sich vielleicht nur feststellen, dass einem Teil der bestehenden Unternehmungen in gewissem Sinne die Tendenz zur Auflösung innewohnt, weil, wie im einzelnen gezeigt, die Trustgesellschaften immer danach streben werden, ihre Anlagen finanziell zu verselbständigen — wegen der dabei zu erzielenden Emissionsgewinne. Wenn es ihnen dann gelingt, später neue Objekte für ihre Tätigkeit zu finden, so ist es nicht ausgeschlossen, dass sie zu einer Art „Spezialbanken für langwierige Gründungs- und Emissionsgeschäfte" werden.

Eine andere Entwicklungstendenz, die sich bisher bemerkbar machte, ist aber auch die, dass die Trustgesellschaften sich zu reinen Betriebsgesellschaften umbilden, welche die früher nur finanziell zusammengefassten Unternehmungen nunmehr zu einer gewerblichen Gesamtunternehmung vereinigen.

Ausserdem besteht, was den Typus der Trustgesellschaften überhaupt betrifft, natürlich die Möglichkeit, dass man beim Entstehen neuer grosser Unternehmungsgebiete, wie in den neunziger Jahren, auf das damals gegebene Beispiel für die Finanzierung zurückgreifen wird. Es wird dabei nicht nur auf die finanzielle Qualität, sondern auch auf die Quantität der Unternehmungen ankommen[1]). Daneben wird natürlich die jeweilige Struktur der Kapitalmärkte, sowie die Technik der Emission der Banken von grösster Bedeutung sein.

Jedenfalls aber ist das Auftreten der Finanzierungstrusts ein Beweis dafür, dass das Korrelat einer Ausbildung leistungsfähiger Aktienunternehmungen ein ausgedehnter Börsenhandel in ihren Anteilen ist: denn erst dadurch, dass die einzelnen Aktiengesellschaften durch Zusammenfassung in der Trustgesellschaft die ihnen vorher mangelnde Börsenfähigkeit erhielten, gelangten sie zu einer bedeutenden Entwicklung. Wer diesen Erscheinungen feind-

[1]) Denn, wie geschildert, hätten auch die Emissionsbanken die Kapitalbeschaffung für jene schwer zu finanzierenden Unternehmungen in den neunziger Jahren bewältigen können — wenn es sich nur nicht gleich um eine so grosse Anzahl derartiger Geschäfte gehandelt hätte.

lich gegenübersteht, wird leicht geneigt sein, die Trustgesellschaften wie andere Institute des Effektenwesens zu verurteilen. Bei so geringen Erfahrungen jedoch wie im vorliegenden Fall, und besonders auf einem Gebiet, auf dem so oft, wie Gustav Cohn sagt, „die sittliche Entrüstung die Sachkenntnis ersetzen muss“ — hat sich eine sachliche Betrachtung darauf zu beschränken, nach dem Verständnis der bereits vorliegenden Entwicklung zu streben — das endgültige Urteil darüber aber der erweiterten Erfahrung der Zukunft zu überlassen.